Die Offenmarktpolitik

der Bank von England und der Deutschen Reichsbank

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung
der Würde eines Doktors rerum politicarum

vorgelegt der

hohen juristischen Fakultät der Universität Bern

von

Khwanchai Amatayakul
Dr. phil., Lic. rer. pol., Dipl. jur., Barrister-at-law
aus Bangkok (Thailand)

Ernst Lang, Zürich 2 - 1942

Die Offenmarktpolitik

der Bank von England und der Deutschen Reichsbank

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung
der Würde eines Doktors rerum politicarum

vorgelegt der

hohen juristischen Fakultät der Universität Bern

von

Khwanchai Amatayakul
Dr. phil., Lic. rer. pol., Dipl. jur., Barrister-at-law
aus Bangkok (Thailand)

Ernst Lang, Zürich 2 - 1942

Die Fakultät hat diese Arbeit am 24. Mai 1941 auf Antrag von Herrn Prof. Dr. Richard König als Dissertation angenommen, ohne damit zu den darin ausgesprochenen Auffassungen Stellung nehmen zu wollen.

INHALTSVERZEICHNIS.

Seite

Kapitel I.

Die Kreditpolitik der Notenbanken.

1. Die Zielsetzungen 5
2. Die Diskontpolitik 8
3. Andere kreditpolitische Mittel 11

Kapitel II.

Die Offenmarktpolitik.

1. Begriff und Wesen 14
2. Die technische Wirkungsweise 15
3. Der Einfluß der Bankenorganisation 18
4. Verhältnis zur Diskontpolitik 20

Kapitel III.

Die Offenmarktpolitik der Bank von England.

1. Die Zeit vor 1914 23
2. Die Kriegszeit 1914—1918 29
3. Die Periode 1919—1931 31
4. Die autonome Kreditpolitik seit 1931 36
   a) die Uebergangszeit 36
   b) die Periode der Zinsverbilligung 40
5. Würdigung 47

Kapitel IV.

Die Offenmarktpolitik der deutschen Reichsbank.

1. Die Stellung der deutschen Reichsbank vor und nach der Bankreform 51
2. Die staatliche Wirtschaftslenkung 56
3. Die neue Kreditpolitik der Reichsbank 58
4. Würdigung 67

Kapitel V.

Möglichkeiten und Wirklichkeit der Offenmarktpolitik.

1. Konstantes Preisniveau und Konjunkturstabilisierung 71
2. Geldmarktbeeinflussung 73
3. Kapitalmarktbeeinflussung 75

Literaturverzeichnis 78

Kapitel I.

DIE KREDITPOLITIK DER NOTENBANKEN.

1. Die Zielsetzungen.

Unter Kreditpolitik versteht man den Inbegriff der Maßnahmen, die sowohl am Geldmarkt als auch am Kapitalmarkt zur Verwirklichung bestimmter Zielsetzungen ergriffen werden. Die Kreditpolitik der Notenbanken vor 1914 war wie ihre Währungspolitik hauptsächlich goldorientiert, d. h. durch die jeweilige Goldlage bedingt. »Before the war«, sagt Hawtrey[1], »the credit policy of central banks was always based upon the amount or proportion of gold reserves.«

Die Höhe des Goldbestandes wurde als Liquiditätsgrad der Volkswirtschaft betrachtet. Sie war daher symptomatisch für die Möglichkeit, d. h. für die Leichtigkeit oder Schwierigkeit, Zahlungsmittel von der Notenbank zu erhalten. Diese goldorientierte Notenbankpolitik war notwendigerweise rein passiv: erst nachdem eine wirtschaftliche Entwicklung angesetzt hatte, z. B. eine Preissteigerung eingetreten war, setzten die Ausgleichskräfte ein, und Gold floß ab. Man war nicht in erster Linie bestrebt, die Entwicklung vor Uebersteigerungen zu bewahren, als vielmehr das Verhältnis zur Deckungsreserve zu halten[2].

Die Verkettung der Währungseinheit mit dem Golde bedeutete aber ebensowenig die Ausschaltung der Geldwertschwankungen wie der Veränderungen des allgemeinen Preisniveaus. Der schwankende Wert des Goldes als Ware hat vielmehr das Preisniveau aller Goldstandardländer zwangsläufig beeinflußt. Ja, die Notenbanken selbst konnten den Goldwert verändern, indem sie z. B. die Wirkung des Goldes durch Verwendung von Surrogaten vergrößerten, zumal eine 20prozentige Golddeckung beispielsweise ein doppelt so hohes Kreditvolumen ermöglicht als eine 40prozentige. Der Goldstandard und

---

[1] R. J. Hawtrey, Monetary Reconstruction, 2. Aufl. London 1926, S. 130.
[2] J. Cassel, Das Geldwesen nach 1914, Leipzig 1925, S. 83; Alfons Smitt, Kreditpolitik und Konjunkturpolitik, Jena 1932, S. 32 ff.

der mit ihm verbundene Automatismus hat somit weder den Preisänderungen gesteuert, noch die Volkswirtschaft vor heftigen Schwankungen bewahrt.

Mit Ausbruch des Weltkrieges 1914 wurde der Goldstandard in allen kriegführenden Ländern praktisch aufgehoben. An seine Stelle trat eine manipulierte Währung, die vor allem auf die Bedürfnisse der Kriegsführung und in zweiter Linie auf die Stabilität des inneren Preisniveaus gerichtet war. Nach 1918 war wohl das Ziel der Währungspolitik in den meisten Staaten auf eine Rückkehr zur Goldwährung gerichtet und von vielen auch erreicht, aber die Voraussetzungen für das Funktionieren der Goldautomatik waren nicht mehr vorhanden. Um nur die wichtigsten zu nennen: Die internationalen Handelsbeziehungen waren zerstört, die Verteilung der Weltgoldbestände hatte eine Verschiebung erfahren, indem 45 % derselben nach den Vereinigten Staaten abgewandert waren und Europa nur noch über 35 % verfügte (1913: 63 %)[3].

In Deutschland wurde darum 1924 ein Goldstandard fast ohne Gold eingeführt. England, welches 1925 sein Pfund Sterling auf die Vorkriegsparität zurückgebracht hatte, war außerstande, das innere Preisniveau dem Außenwert des Pfundes anzupassen[4]. In den goldarmen Ländern drohte das Festhalten an einem bestimmten Goldgehalt der Währungseinheit mit einer dauernden Kapitalabwanderung und nachfolgendem Deflationsdruck auf die Wirtschaft, in den goldreichen Ländern mit einer ständigen Inflationsgefahr. Unter diesen Verhältnissen ließ sich der neue Goldstandard nicht aufrechterhalten.

Mit dem Zusammenbruch der Goldwährung zu Beginn der Dreißigerjahre fiel aber auch die bisherige Zielsetzung der Notenbanken, die Aufrechterhaltung des Golddeckungsverhältnisses, dahin, und es galt nunmehr neue Richtlinien aufzustellen. Führend wurden in dieser Richtung die amerikanischen Federal Reserve Banks, die ihre Kreditpolitik bewußt in den Dienst planmäßiger Beeinflussung des Wirtschaftsablaufs stellten[5]. Damit setzt die Wendung zur Konjunkturpolitik ein, die von Amerika aus auch bei den euro-

---

[3] Mac Millan Report, Committee on Finance and Industry, London 1931, S. 63/64.
Hayek in Zeitschrift für Volkswirtschaft und Sozialpolitik V (1927), S. 50.

[4] Vgl. Stucken, Deutsche Geld- und Währungspolitik, Hamburg 1937, S. 75 ff. und dort zit. Literatur; Eber, die konjunkturpolitischen Möglichkeiten der Bank von England, 1938, S. 50 ff.

[5] Federal Reserve Board, Annual Report 1923 S. 30; Hayek S. 55, Smitt S. 49.

päischen Notenbanken Schule machte. Sie ergab sich zwangsläufig aus der wirtschaftlichen Entwicklung; nichtsdestoweniger spielten aber auch neuere wissenschaftliche Richtungen dabei eine nicht zu unterschätzende Rolle.

Wennn auch das Ziel der Konjunkturpolitik verschieden sein kann, so versteht man doch darunter grundsätzlich das Bestreben, eine gewisse Stabilität der wirtschaftlichen Entwicklung herbeizuführen, um die Schwankungen in der Geschäftstätigkeit und damit auch übermäßige Schwankungen in der Kaufkraft des Geldes möglichst zu vermeiden[6]. In diesem Sinne wird insbesondere auf die Stabilisierung des Preisniveaus als Ziel der Konjunkturpolitik hingewiesen, da Veränderungen dieses Niveaus den Inhalt der Konjunkturbewegung bilden. Darauf legen auch die meisten Wirtschaftstheoretiker das Hauptgewicht[7].

Für die Bildung des allgemeinen Preisniveaus sind allerdings Faktoren verantwortlich, die nicht nur von der Geldseite ausgehen, sondern auch von der Warenseite. Wenn somit die Kreditpolitik es unternimmt, nur von der Geldseite her die Konjunktur und vor allem die Preisbewegung zu beeinflussen, so stützt sie sich auf jene wissenschaftliche Anschauung, nach welcher der Einfluß nichtmonetärer Faktoren auf die Höhe des allgemeinen Preisniveaus gegenüber den Einflüssen von der Geldseite her unmaßgebend ist oder wenigstens an Bedeutung weit zurücktritt[8].

Im übrigen hatte schon die Einführung der Goldwährung indirekt auf eine Stabilität des Geldwertes abgezielt. Solange die Goldmünze das einzige Zirkulationsmittel darstellte, konnte eine Veränderung des Preisniveaus durch monetäre Faktoren nur mit einer Veränderung der Goldvorräte Hand in Hand gehen. Mit der Konzentration im Bankwesen nahm aber bereits vor dem Weltkrieg 1914—18 die Bedeutung der Bankzahlungsmittel, wie der Wechsel, Ueberweisungen, Checks, gegenüber dem Umlauf an Bargeld und Banknoten in dem Maße zu, daß der größte Teil des Zahlungsverkehrs durch

---

[6] Vgl. 8. Jahresbericht d. B.I.Z. 1933.

[7] Keynes, Tract of Monetary Reform S. 38, 155, 176 u. a. m.; Hawtrey, Monetary Reconstruction S. 128; Cassel, Theor. Sozialökonomie (1932) S. 454; Irwing Fisher, The purchasing Power of Money S. 323. Als Gegner sind zu nennen: Robertson, Banking Policy, London 1926, S. 4 ff.; Schumpeter in Arch. f. Sozialw. u. Sozialp. Bd. 54 (1925) S. 318. Mit den Argumenten werden wir uns im weiteren auseinandersetzen.

[8] Vgl. Irwing Fisher, Die Illusion des Geldes, S. 61, 106, 137 ff.; Cassel, Das Stabilisierungsproblem S. 14; Mises, Theorie der Umlaufsmittel S. 417 und die dort zitierten Vertreter der rein monetären Konjunkturtheorie.

Giralgeld abgewickelt wurde. In noch größerem Maße als die Banknoten übten und üben daher die Giralgelder einen Einfluß auf das Preisniveau aus.

Hier müssen also die konjunkturpolitischen Maßnahmen der Notenbank einsetzen, die wir nunmehr des näheren betrachten wollen. Fast alle Maßnahmen dieser Art gehen trotz der inzwischen eingetretenen Zieländerung schon auf die Notenbankpolitik vor 1914 zurück.

2. Die Diskontpolitik.

Die planmäßige Anwendung von Maßnahmen der Notenbanken zur Durchsetzung ihrer Ziele am Geldmarkt faßte man früher unter der Bezeichnung Diskontpolitik zusammen, indem man eines der Mittel der Notenbank, den Diskont (Regelung des Geldverleihpreises im Wechsel- und Lombardverkehr), als besonders charakteristisch für ihre Kreditpolitik zur Kennzeichnung ihrer Politik im ganzen verwendete.

Die Zentralisierung der Notenausgabe und die Diskontpolitik stellen den Versuch dar, das Geldwesen und die Bedingungen des Kreditverkehrs von einem Punkte aus zu regeln.

Ursprungsland der Diskontpolitik ist das klassische Land des Notenbankwesens, England, und ihr Ausgangspunkt die klassische Notenbankverfassung, die Peelsche Bankakte. Diese Bankverfassung beruht auf der Currencytheorie, derzufolge die wirksamste Kontrolle der Notenbank über die vorhandene Geldmenge und ihre Anpassung an die Schwankungen der wirtschaftlichen Entwicklung dadurch gewährleistet sein soll, daß die Bank von England nur dann neue Noten in Umlauf gibt, wenn ihr von außen Gold zugeflossen ist[9]. Bei Abfluß von Gold hat sie durch Kreditrestriktion eine entsprechende Verminderung der zirkulierenden Geldmenge herbeizuführen, sodaß die Noten jeweils zu 100 % in Gold gedeckt sind. Darüber hinaus hatte die Bank das Recht, Noten in einem fest begrenzten Ausmaß gegen eine fiduziäre Deckung in bestimmten Staatspapieren zu emittieren. Dieses fiduziäre Kontingent entsprach dem Minimalbedarf der Wirtschaft. Diese Grundsätze blieben bis zum ersten Weltkrieg unverändert.

Die Diskontpolitik der Bank von England war demnach ausschließ-

[9] Jaffé: Das englische Bankwesen, Leipzig 1905 S. 9 ff. G. Schmidt: Geld- und Bankverfassung, S. 10 ff.

lich zur Verteidigung der Währung eingesetzt und wurde im Rahmen des Goldmechanismus zwangsläufig betrieben. Sie war passiv-konstatierend. Das System der automatischen Verknüpfung von Gold- und Warenpreisen, dem die Bank von England verpflichtet war, entsprang ja gerade jenem in den 40er Jahren in England vorherrschenden, antimerkantilistischen Wirtschaftsdenken, dessen Hauptpostulat die völlige Nichtintervention des Staates in die Wirtschaftsentwicklung war. Die Währungsbank sollte gewissermaßen der Garant einer Wirtschaftsentwicklung sein, die sich ganz von selbst aus dem internationalen Kräftespiel, vermittelt durch die Preisrelationen, ergab.

Charakteristisch für die Stellung der Bank von England am Geldmarkt ist aber ihr verschwindend kleines Wechselportefeuille. Die Aktienbanken reichen nämlich bei ihr keine Wechsel zum Diskont ein. Die Bearbeitung des Wechselmaterials wurde zur Sonderfunktion der Wechselmakler, der Billbrokers. In ihren Händen liegt der größte Teil des englischen Diskontgeschäftes, zu dem sie sich die erforderlichen Mittel im Wege der Kreditnahme in erster Linie bei den Depositenbanken (Joint-stockbanks), im weiteren auch bei der Bank von England (seit 1890) beschaffen[10]. Es gelangte somit in der Regel nur ein geringer Stock von Wechseln direkt an die Notenbank:

Die Kreditwährung der Bank von England und der joint stock banks[11]
(in Millionen £).

Jahresende	Von der Bank von England gewährte Kredite		Anlagen der joint stock banks	
	Private und öffentliche Sicherheiten	Private Sicherheiten	Wechsel- und Vorschußkredit	Effekten, Wechsel u. Vorschüsse
1891	59.29	30.68	281.7	371.7
1895	67.38	33.99	311.7	419.2
1900	74.91	35.78	395.3	523.1
1903	74.11	36.40	396.3	522.1
1905	75.45	39.54	—	—

[10] Vgl. Stucken: a.a.O. S. 127 ff. Jaffé: a.a.O. S. 143, 173.
[11] Economist 1907 S. 642. Zu dieser Aufstellung ist zu bemerken, daß unter Sicherheiten (securities) neben Pfändern usw. auch Wechsel zu verstehen

Schon daraus folgt, daß bei der Bank von England die Diskontpolitik allein keinen großen Wirkungsgrad zu verzeichnen hatte. Die Bank konnte durch Erhöhung und Senkung ihres Diskontsatzes zwar den Kurs des Pfundes verteidigen bzw. stabilisieren und damit den Goldbestand und die Einhaltung der vorgeschriebenen Deckung des zirkulierenden Bargeldes garantieren, aber ihre Stellung am Wechselmarkt war und ist sogar auch heute noch viel zu schwach, als daß sie mit dem Mittel der Diskontpolitik allein eine marktpolitische Führung erzielen könnte.

Auch die deutsche Reichsbank hat bis in den ersten Weltkrieg hinein als Ziele ihrer Diskontpolitik einerseits die Aufrechterhaltung der jederzeitigen Einlösungsfähigkeit ihrer Noten und die Erfüllung ihrer täglichen Verbindlichkeiten betrachtet, andererseits die Aufrechterhaltung der Reichswährung, also der deutschen Goldwährung[12]. Sie trachtete danach, durch Erhöhung ihres Diskonts eine Verringerung der Deckung durch Abfluß von Gold einerseits, eine zu starke Zunahme ihrer Verbindlichkeiten infolge wachsender Kreditgewährung andererseits, nach Möglichkeit zu verhindern. Eine Erhöhung ihres Diskonts hielt die Reichsbank bei einer starken Steigerung der Kreditnachfrage für unumgänglich, da ohne solche die Mittel der Bank sich erschöpfen würden, indem aller Kreditbedarf des Landes oder doch der größte Teil desselben, wenn der Marktdiskont steigt, seine Befriedigung bei der Reichsbank suchen würde[13].

Das Diskontgeschäft der Reichsbank war übrigens weit bedeutender, als das der Bank von England, so daß der unmittelbare Einfluß der Reichsbank auf die Höhe des Diskonts in Deutschland ein wesentlich größerer war. In den Jahren 1896—1900 diskontierte die Reichsbank 37,8 %, 1901—1905 36,3 %, 1907 38,6 % des Betrages der in Deutschland in Umlauf gebrachten Wechsel[14]. Erst mit der zunehmenden Bankkonzentration in Deutschland wurde die Vorherrschaft der Reichsbank etwas abgeschwächt.

Die Diskontpolitik der Bank von England und der Reichsbank stellte sich sonach im wesentlichen als eine Liquiditätspolitik dar, d. h. maßgebend für sie war, ob die Notenbank bei ihrer

---

sind. Der Bestand an reinen Wechseln bildet nur einen kleinen Teil dieser Posten, der damals etwa zwischen 5—10 Mill. £ schwankte.

[12] Motive zum Bankgesetz-Entwurf, die Reichsbank 1876—1900 S. 123 ff.

[13] Nach Aeußerungen des ehemaligen Reichsbankpräsidenten Dr. Koch, vom November 1906 mitgeteilt in Saling, Börsenpapiere I. S. 125 ff.

[14] v. Lumm: Bankarchiv XI, 9.

Inanspruchnahme noch innerhalb der gesetzlichen Grenzen bleiben wird. Das ist auch für die Diskontpolitik der übrigen kontinentalen Notenbanken entscheidend gewesen. Die Notenbanken schätzten demgemäß auf Grund der Erfahrungen der letzten Periode den Maximalbedarf ein, der am Höhepunkt der Konjunktur und hier in der ungünstigsten Jahreszeit an sie herantreten mochte und bestimmten danach die Diskontrate.

In Zeiten der Geldflüssigkeit gelang es aber den Notenbanken kaum, die Fühlung mit dem Geldmarkt aufrechtzuhalten, geschweige denn der herrschenden Geldmarkttendenz entgegenzutreten. Sie wurden in eine Stellung gedrängt, die mehr subsidiären Charakter hatte. Erst im Zenit einer Konjunkturperiode gewannen in der Regel die Notenbanken ihre volle Bedeutung. Der Einfluß des Banksatzes war auf dem Höhepunkt der Konjunktur am stärksten und sank unmittelbar darnach auf sein Minimum[15].

Diskontveränderungen wirken überdies ungleichmäßig auf die verschiedenen Wirtschaftszweige. Am meisten diskontempfindlich ist der Großhandel, der aber an Bedeutung eingebüßt hat. Der wachsende Anteil des fixen Kapitals schwächt die Diskontempfindlichkeit, die Konzentrations- und Monopolbewegung schaltet sie zum Teil aus. Auch die Hemmungen des Waren- und Kapitalverkehrs durch Zölle, Kontingentierungen und andere abschließende Maßnahmen sind Hindernisse für eine wirkungsvolle Diskontpolitik.

Von den unerwünschten Nebenwirkungen der Diskontpolitik sind vor allem zu erwähnen: hoher Diskont begünstigt die Kapitaleinfuhr, auch wenn eine Kreditexpansion im Inland vermieden werden will, während Diskontherabsetzungen leicht Kapitalabwanderungen ins Ausland nach sich ziehen können, die zu neuen Erhöhungen zwingen. Des weiteren wirkt die Diskontpolitik unmittelbar nur auf den Geldmarkt, während gerade die Kapitalmarktpolitik mehr und mehr als der Schlüssel zur Konjunkturbeeinflussung betrachtet wird[16].

3. Andere kreditpolitische Mittel.

Die Diskontpolitik wirkt grundsätzlich lediglich auf den P r e i s der Kreditgewährung und läßt den Geldmarkt über das A u s m a ß der Kreditbeanspruchung entscheiden. Ob eine Diskontsatzänderung auch eine gewünschte Aenderung der Kreditmenge herbeiführt,

[15] S o m a r y S. 73, S a r o w S. 7.
[16] S o m a r y 73 f; G e s t r i c h , Neue Kreditpolitik S. 53 ff. S a r o w S. 8.

hängt, wie schon aus den vorausgehenden Ausführungen sich ergibt, von der jeweiligen Lage der Wirtschaft und des Geldmarktes ab. Um daher das Geld- und damit auch das Kreditvolumen direkt zu beeinflussen, wurde, besonders in der Zeit nach 1918, ein weiteres Mittel in Anwendung gebracht: die Offenmarktpolitik.

Da die Betrachtung dieses kreditpolitischen Mittels den Gegenstand aller weiteren Ausführungen bildet, sei hier zur Vermeidung von Wiederholungen und Zweispurigkeiten zunächst der diskontpolitischen Hilfsmittel mit Ausschluß der Offenmarktpolitik gedacht.

Fast ausschließlich in Deutschland wurde das Mittel der Kreditrestriktion angewendet. Es handelt sich um eine Art Kontingentierung der Kredite, indem die Notenbank eine Höchstsumme der von ihr insgesamt zu gewährenden Kredite festlegt und diese Summe auf ihre Kunden umlegt. Beispiele solcher Politik sind die Krediteinschränkungen der Reichsbank 1924 zur Sicherung des Stabilisierungswerkes, 1929 zur Verhinderung der Kapitalflucht und 1931 zur Zeit der Bankenkrise[17]. Es liegt auf der Hand, daß eine mechanische Abgrenzung der Kredite große Härten enthalten kann. Im übrigen legt eine Kreditkontingentierung der Notenbank nicht immer auch dem Kreditgebaren der freien Banken Zügel an, solange nicht ein System wirksamer Kreditkontrolle geschaffen ist.

Auch das Mittel einer qualitativen Kreditbeschränkung kommt in Betracht und wurde besonders in den Vereinigten Staaten vielfach zur Anwendung gebracht. Es besteht darin, den Krediten eine strikte Zweckbestimmung zu geben und die Verwendung zu anderen Zwecken auszuschließen. So haben in den Zwanzigerjahren die Federal Reserve Banks vielfach Kredite zu ausschließlich landwirtschaftlichen Zwecken erteilt und Kreditgewährungen an die Börsenspekulation zu hindern versucht. Die Maßnahmen sind aber ohne Erfolg geblieben, da die Kredite trotzdem vielfach abgewandert sind und sich einer Kontrolle ihrer wirklichen Verwendung zu entziehen wußten[18].

Als diskontpolitisches Hilfsmittel ist schon in der Vorkriegszeit auch die Devisenpolitik verwendet worden, obschon sie in erster Reihe der Stabilität der Wechselkurse dienstbar gemacht wurde. Im Augenblick des günstigen Wechselkurses kaufte die Emissionsbank in Verfolgung ihrer Devisenpolitik fremde Devisen. Wenn dann der Kurs stieg und die Hausse sich dermaßen ausprägte, daß

[17] Bankenenquete 1933 S. 200, 208, 228; Prion, Kreditpolitik 160 f.
[18] Harris, Twenty Years of Federal Reserve Policy, 1933, S. 17, 226; McMillian Report S. 128.

das Risiko einer Goldausfuhr bestand, warf die Bank ihre Devisen auf den Markt, um den Wechselkurs wieder unter den Goldausfuhrpunkt und womöglich auf Parität zu bringen[19].

Die Devisenpolitik kann aber ähnlich der offenen Marktpolitik zu innerkreditpolitischen Zwecken ausgeübt werden, indem die Notenbank, wenn sie den Markt verflüssigen will, bei den Inlandsbanken Devisen kauft, damit also den Barbestand dieser Banken erhöht und zugleich ihr verfügbares Kreditvolumen. Im Gegenteil wird sie eine Verknappung des Geldmarktes herbeiführen, wenn sie das für geboten hält, sobald sie im Inland Devisen auf den Markt wirft, also an die Banken abgibt. Sie wird dann als Gegenwert soviele Millionen Banknoten an sich ziehen, als nötig sind, um eine Zusammenziehung des Marktes herbeizuführen.

In Belgien wurde die Devisenpolitik in den Wirkungskreis der belgischen Nationalbank schon bei ihrer Gründung (1852) aufgenommen, und zwar im Interesse stabilen Diskonts: in Zeiten der Geldflüssigkeit sollten die Mittel der Bank ins Ausland abgelenkt und so übermäßig niedriger Zins vermieden werden[20]. Besonders stark ausgebildet war das Devisengeschäft der früheren österreichisch-ungarischen Bank, wo die Konzentration dieses Geschäftes bei der Notenbank das Einreservesystem noch verstärkt hat. Doch hatte die dort eigens eingerichtete »Kursverwaltung« mehr die Beeinflussung der Wechselkurse als innere kreditpolitische Ziele im Auge[21].

Der Aufschwung der Devisenpolitik seit der Genueser Konferenz 1922 hat in der Nachkriegszeit sogar die Frage nahegelegt, ob die Devisenpolitik die Diskontpolitik vertreten könnte. Doch hat die schwere Ernüchterung der Golddevisenstaaten durch den Pfundsturz gezeigt, daß sowohl für die Währungs- als auch für die Kreditpolitik einer systematischen und grundlegenden Devisenpflege die wichtigste Voraussetzung fehlt: ein politisch wie währungsmäßig völlig gesichertes Bankzentrum.

---

[19] Der Bankpraktiker weiß, daß der Verkauf des Devisenvorrates der Notenbank für sich allein meist nicht ausreichen wird, um die Wechselkurse tief genug zu beeinflussen (vgl. Somary, S. 114). Aber man übersieht meist, daß sobald eine große Notenbank auf einem ausländischen Markt Devisen abzugeben beginnt, auch Privatbanken dasselbe tun, weil sie wissen, daß jetzt der beste Kurs zu erzielen ist. Besonders leisten die Banken des gleichen Landes ihrer Notenbank Folge und wenn sie kein Devisenmaterial vorrätig haben, ziehen sie Finanzwechsel auf ihre Korrespondenten am Platze der Devisenabgabe, um diese auf der Börse zu verkaufen. Dieses Gefolge der verkaufenden Notenbank macht den Kurs.

[20] Somary: a.a.O. S. 112, G. Schmidt: a.a.O. S. 62.

[21] G. Schmidt: a.a.O. S. 49.

Kapitel II.

DIE OFFENMARKTPOLITIK.

1. Begriff und Wesen.

Die Bezeichnung »Offenmarktpolitik« (O.M.P.) stammt aus den Vereinigten Staaten. In England war sie früher als die Politik der hidden hand bekannt. Die Bezeichnung O.M.P. weist auf das Kennzeichen derselben hin, nämlich auf das Bestreben der Notenbanken, durch Interventionen auf den offenen Markt, d. h. den freien Markt über Kapitaldisposition, einzuwirken. Darüber, durch welche Mittel die Notenbank in Entfaltung einer eigenen wirtschaftlichen Initiative auf den freien Kreditmarkt einzuwirken sucht, gehen die Definitionen der O.M.P. nicht einig und können dies auch nicht, da darüber die gesetzliche Ermächtigung der einzelnen Notenbank entscheidet.

Begrifflich sind die Mittel, mit denen die Notenbanken auf dem freien Kreditmarkt intervenieren können, nicht beschränkt. In der Literatur werden meist An- und Verkäufe von Wertpapieren[1] oder sogar noch enger von Staatsschuldverschreibungen genannt[2]. Daß diese Einschränkungen begrifflich zu eng sind, beweist z. B. die Tatsache, daß die Bank von England verschiedentlich zur direkten Kreditaufnahme schritt, indem sie Geld, das sie gar nicht benötigte, und zwar gegen Zinsen, geborgt hat, um das Geldvolumen und damit die Kreditbasis zu beeinflussen.[3]

Hingegen ist einzuräumen, daß methodische O.M.P. nach Verkehrsgebrauch nicht alle Werte des Marktes umfaßt, sondern sich auf gewisse festverzinsliche Werte beschränkt, meist Obligationen des Staates, staatlicher oder öffentlicher Anstalten, Schatzwechsel und Reskriptionen, seltener Inlands- und Auslandswechsel.

[1] Palyi im HWB d. Bankwesens. Art. »Grundsätze d. Notenbank«; Schmölders in Deutscher Oekonomist v. 29. 9. 1933; Keynes, Vom Gelde 485 f. (»Kauf und Verkauf von Anlagewerten«).

[2] Burgeß, Die Reservebanken und der Geldmarkt in den Vereinigten Staaten. S. 195.

[3] Dokumente der National Monetary Commission 1910, Bd. 14 Nr. 405.

Die Operation der Notenbank auf dem freien Kreditmarkt besteht in Käufen oder Verkäufen solcher Wertpapiere zu marktüblichen oder die Bank gutdünkenden Sätzen gegen die Hingabe oder Hereinnahme von Kassamitteln. Es handelt sich um festverzinsliche Werte, die mit den wirtschaftlichen Umsätzen keinen direkten Zusammenhang aufweisen, die daher nach den strengen Normen der Notenbankgesetze meist keinen Rückgriff auf die Notenbank gestatten. Diese An- und Verkäufe werden zur O.M.P., wenn das Auftreten der Notenbank am Markte als zusätzliche und dem freien Markt gegenüber selbständige Initiative in Erscheinung tritt, die nach bestimmten zweckorientierten Grundsätzen sich betätigt.

Wie der Gebrauch der Mittel hängen auch die Aufgaben, die sich die O.M.P. setzt, von der Stellung und Organisation der einzelnen Notenbank und der Struktur des gesamten Bankwesens in den einzelnen Ländern ab. Allgemein läßt sich nur sagen, daß die O.M.P. in erster Linie als eine Art Ordnungsfaktor am Geld- und Kapitalmarkt eingesetzt wird, um dessen Funktionen zu regulieren. Wenn daher der O.M.P. extra die Konjunkturstabilisierung durch absolute Kreditkontrolle zugeschrieben wird, wie Keynes es tut[4], so sind dies theoretische Möglichkeiten und Erwartungen, die durch die O.M.P. allein wohl nicht zu erreichen sind.

Hingegen wird die O.M.P., wie aus den weiteren Ausführungen sich ergeben wird, allein oder im Zusammenhang mit andern kreditpolitischen Mitteln, nicht nur in den Dienst der Konjunkturbeeinflussung gestellt, sondern auch für andere Zwecke verwendet, so für die Zwecke des staatlichen Finanzbedarfes oder der staatlichen Arbeitsbeschaffung.

Die O.M.P. läßt sich daher allgemein definieren als methodische Interventionen der Notenbank auf dem Geld- und Kapitalmarkt, meist durch Effektenkäufe oder -Verkäufe, zum Zwecke konjunktureller, kredit- oder arbeitspolitischer Marktbeeinflussung.

2. Die technische Wirkungsweise.

Um die technische Wirkungsweise der O.M.P. zu veranschaulichen, wollen wir zunächst von einem konkreten Beispiel ausgehen. Angenommen, die Notenbank tritt auf dem freien Markte als Käuferin

[4] Keynes, Vom Gelde, S. 485 ff.

geeigneter Effekten auf und legt für diesen Ankauf einen Betrag von 300 Millionen an. Verkäufer dieser Effekten seien Kunden der Kreditbanken. Bilanzmäßig stellt sich diese Transaktion folgendermaßen dar:

Notenbank (in Millionen):

Aktiven	Vor der O.M.P.	O.M.P.	*Passiven*	Vor der O.M.P.	O.M.P.
Gold und Devisen	(3200)	3200	Noten	(5300)	5300
Wechsel	(2300)	2300	Girodepositen	500	800
Lombard	(300)	300			
Wertpapier	—	300			
	(5800)	6100		(5800)	6100

Die Notenbank hat die Effekten der Kunden der Kreditbanken in der Weise bezahlt, daß sie den Kreditbanken den Betrag auf Girokonto gutschrieb. Diese Banken schreiben ihren Kunden den gleichen Betrag auf Scheckkonto gut. Das Bilanzbild der Kreditbanken erfährt dadurch folgende Veränderung:

Kreditbanken (in Millionen):

Aktiven	Vor der O.M.P.	O.M.P.	*Passiven*	Vor der O.M.P.	O.M.P.
Kasse	(2 000)	2 000	Kapital	(2 000)	2 000
Wechsel	(5 000)	5 000	Sichtdepositen	(5 500)	5 800
Notenbankguthaben	(500)	800	Termindepositen	(11 000)	11 000
Nostroguthaben	(1 550)	1 550	Versch. Passiva	(1 500)	1 500
Wertpapiere	(300)	300			
Debitoren	(11 250)	11 250			
Versch. Aktiva	(400)	500			
	(20 000)	20 300		(20 000)	20 300

Durch die Aktion der Notenbank, die sie dem ganzen Status nach nicht sehr belastet, wurde, wie sich zeigt, die Gesamtlage derart verändert, daß die Liquidität der Kreditbanken sich durch Kreditorenzufluß erhöht hat, ohne daß dem Zufluß der einen Bank ein Abfluß bei den anderen gegenüberstünde. Die Banken brauchen

sich daher nicht durch die Mittel der Krediteinschränkungen liquider zu machen. Darüber hinaus wird der Kurs der Wertpapiere eine Erhöhung erfahren haben, und zwar nicht nur durch die größere Nachfrage seitens der Notenbank, sondern auch durch das Gefolge, das diese Notenbankkäufe finden. Sobald nämlich bekannt wird, daß die Notenbank Effekten aufkauft und man mit der Möglichkeit rechnet, daß sie diese Politik eventuell fortsetzen wird, findet sich eine Menge Mitläufer, die ihre Bankguthaben zum Effektenkauf verwenden[5]. Die Bedeutung der O.M.P. erschöpft sich nicht in dem Betrage der einzelnen Operation, sondern liegt in ihrem multiplizierenden Einfluß auf das Kreditgebäude.

Die Bankguthaben gehen durch diese Effektenkäufe in großem Maßstab auf die Emittenten der gehandelten Wertpapiere über, welche sie in eine belebtere wirtschaftliche Tätigkeit umsetzen. Der Erlös neuer Pfandbriefemissionen fließt so beispielsweise denjenigen zu, die zum Wohnhausbau Hypotheken aufnehmen, sie leisten damit Zahlungen an die Bauhandwerker, womit sich der Baumarkt belebt. Die Unternehmungen, deren Investitionen die Banken vorfinanziert haben im Hinblick darauf, daß sie späterhin mit Erfolg Wertpapiere emittieren, können nunmehr ihr Debet bei den Banken durch die Guthaben ausgleichen, die sich aus dem Erlös dieser Emissionen ergeben.

So leitet die geschilderte Transaktion der O.M.P. durch ihren Konjunkturimpuls zur Konsolidierung über. Die Kreditbanken sind entlastet, indem ihre Liquidität gebessert ist, und ihr Ertragsstreben legt ihnen wieder eine Ausdehnung ihrer Anlagen nahe, ähnlich etwa wie bei einem Fabrikanten, der mit einem Male eine Menge Ware absetzt.

In gleicher Weise wie durch Effektenkauf eine Verflüssigung der Kreditbankbilanzen eingeleitet wird, kann die Notenbank durch eine Intervention auf dem Markte im entgegengesetzten Sinne, d. h. durch Verkauf von Effekten, eine Illiquidierung der Kreditbankbilanzen einleiten. Die direkte Einwirkung auf die Ausdehnung oder Kontraktion des Kreditvolumens ermöglicht es somit im Prinzip der O.M.P. eine Depression ihrer Lösung entgegenzuführen und einen neuen Aufschwung vorzubereiten oder umgekehrt, eine sich übersteigernde Hochkonjunktur abzubremsen.

---

[5] Schmitt 119 f. Hawtrey, Art of Central Banking S. 168; Keynes Treatise of Money II S. 254.

3. *Der Einfluß der Bankenorganisation.*

Aus den bisherigen Darlegungen geht bereits hervor, daß die durch die O.M.P. verfolgten Absichten wesentlich von den Liquiditätsüberlegungen der Kreditbanken abhängen. Je umrissener und übersichtlicher die Liquiditätspolitik der Banken, umsomehr wird die Notenbank durch ihre O.M.P. oder durch diese im Zusammenhalt mit andern kreditpolitischen Mitteln eine wirksame Kreditkontrolle ausüben können.

Der Begriff der Kreditkontrolle als konjunkturpolitische Maßnahme der Notenbank ist vorwiegend in der Zeit nach 1918 ausgebildet worden. Darunter versteht man nach Keynes[6] ein Bankensystem, in welchem die Notenbankleiter mit oder ohne Rücksicht auf die Goldbewegungen sowohl Kreditmenge als auch Kreditpreis im Hinblick auf einen gewissen ökonomischen Erfolg (Preisstabilität, Beschäftigungsstabilität, Börsen- und Kursstabilität usw.)[7] bestimmen.

Wie hängt nun die Kreditkontrolle mit der Liquiditätspolitik zusammen? Das Vorhandensein von Verbindlichkeiten im allgemeinen und die Zentralisierung der Kassenhaltung der meisten Wirtschaftssubjekte bei den Banken im besonderen erfordern die Bereithaltung eines gewissen Betrages als Liquiditätsreserve, um jederzeit in der Lage zu sein, Auszahlungen und Ueberweisungen zu effektuieren.

Wenn das Verhältnis der Barmittel zu den Verpflichtungen unter einen bestimmten Satz sinkt, erscheint es den Kreditbanken nicht mehr ausreichend und sie suchen ihre Barmittel zu ergänzen. Unter dem heute herrschenden Einreservesystem unterhalten die Banken, abgesehen von einem kleinen Bestand an täglich benötigtem Bargeld, ihre primären Liquiditätsreserven in der Regel in Form von Depositen bei der Notenbank. Als sekundäre Liquiditätsreserve kommen neben Guthaben bei andern Banken, die in unruhigen Zeiten nicht immer verfügbar sind, hauptsächlich Wechselbestände und Wertpapiere in Betracht, die notenbankfähig sind, d. h. jederzeit bei der Notenbank diskontiert oder lombardiert werden können.

So hält denn die Notenbank unter dem Einreservesystem die Liquiditätsreserve der Mitgliedsbanken und damit die Reserven der

[6] Keynes Credit Controll in Encyclop. of Social Sciences NY 1931, S. 550.
[7] Schumpeter spricht sogar von einem Management der Volkswirtschaft (Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, Bd. 54 (1925).

ganzen Volkswirtschaft. Sie ist Trägerin der zentralisierten Kassenhaltung, wie sie auch oberste Kreditschöpfungsinstanz ist[8].

Was nun die Höhe der Liquiditätsreserve betrifft, den sog. Reservesatz, ist es in der Regel den Kreditbanken überlassen, ihn nach eigenem Ermessen zu wählen, was dem Prinzip der Bankenfreiheit entspricht. Die Banken können sich in diesem Falle eine Ausdehnung ihrer Kredite solange noch erlauben, als sie ein Absinken des Reservesatzes für unbedenklich halten, als sie sich liquid fühlen. Der Begriff ist ziemlich elastisch, denn den Reservesatz bilden die im täglichen Geschäft nicht gebrauchten Barmittel und es kommt in außerordentlichen Fällen nicht auf diese verfügbaren Barmittel an, sondern auf jene, welche man sich beschaffen kann, also nicht auf die Kasse und die Notenbankguthaben, sondern auf das notenbankfähige Wechsel- und Effektenportefeuille.

Es kann aber auch einen gewohnheitsmäßigen oder konventionellen oder gar einen gesetzlichen Normalsatz geben, und es ist einleuchend, daß die Liquiditätsüberlegungen der Banken von der O.M.P. stärker beeinflußbar sind, wenn die Wirkungen dieser Politik von einem Normalsatz abgelesen werden können. Wenn nämlich eine verflüssigende O.M.P. diesen Normalsatz überschreiten läßt, so bildet sich eine »Ueberschußreserve«, wie man sie in der amerikanischen Banksprache nennt[9], d. h. eine über den Normalsatz hinausgehende Barreserve, die das am Geldmarkt ausleihbare Angebot darstellt. Im Gegensatz dazu vermindert eine versteifende O.M.P. die Ueberschußreserven. Uebliche oder gesetzliche Normalreservesätze geben daher einer O.M.P. einen besonders starken Rückhalt. Die Notenbank kann sich nämlich in diesem Falle darauf verlassen, daß eine Vergrößerung der Kasse bei den Banken, die sie durch Effektenkäufe herbeiführt, nicht ein Schlag ins Wasser bleibt, sondern von den Banken entsprechend weitergeleitet wird.

Für die Steuerungsmöglichkeit des Kreditvolumens ist daher das Festhalten an einem bestimmten Reservesatz als Normalsatz von besonderer Wichtigkeit, wenn nicht gar unbedingte Voraussetzung. Darnach müßte zu diesem Zwecke verlangt werden, daß die Kreditbanken ihre Depositen stets in einem gleichen Verhältnis zu ihren Reserven halten, also bei Veränderung der Reserven auch ihre Kreditgewährung entsprechend modifizieren. Hingegen ist die Höhe des Normalsatzes für die Kreditkontrolle von sekundärer Bedeutung. Aus

---

[8] Hawtrey, Art. of Central Banking S. 116, Bankenquete 1933 I/2, S. 255, 256.

[9] Vgl. Lutz, »Zur Theorie des Geldmarkts« S. 218.

der bereits angedeuteten multiplizierenden Wirkung der O.M.P. ergibt sich immerhin die Folgerung, daß diese Politik einen umso stärkeren Einfluß auf das Geld- und Kreditvolumen ausübt, je kleiner das Reserveverhältnis ist. Die Höhe des Normalsatzes bedingt aber die Sicherheit der Depositen.

Die Betrachtung der konkreten O.M.P. wird ergeben, welche Bedeutung der Fixierung von Normalsätzen auch für den Umfang der Mittel zukommt, mit denen die Notenbanken ihre O.M.P. betreiben.

4. Verhältnis zur Diskontpolitik.

Aus den Darlegungen über die Diskontpolitik (I. 2.) hat sich ergeben, daß auch durch Diskontherabsetzung eine Kreditverflüssigung und durch Diskonterhöhung eine Verknappung herbeigeführt werden kann. Die beabsichtigten Wirkungen sind daher ähnlich wie bei der O.M.P. Umso wichtiger ist es daher, auf die Unterschiede im Einschlag dieser beiden kreditpolitischen Mittel aufmerksam zu machen.

Was die Art des Einschlages betrifft, ist die Diskontpolitik eine Kreditpreispolitik, die O.M.P. eine Kreditmengenpolitik. Mit dem Diskont wird nämlich der Preis des Kredites festgesetzt in der Erwartung, daß er in der Folge wie jeder Preis die Höhe der Nachfrage beeinflussen wird; mit der O.M.P. wird hingegen direkt das Angebot der Kreditmenge beeinflußt. Bei einer Diskontänderung läßt sich daher die Wirkung umso weniger voraussagen, als der Erfolg der Diskontpolitik stets von der Initiative der Mitgliedsbanken, bezw. des Geldmarkts abhängt. Die Notenbank setzt wohl die Bedingung fest, unter der sie gewillt ist, den Banken oder dem Geldmarkt Geld oder Kredit zur Verfügung zu stellen. Die letzteren entscheiden aber von sich aus, inwieweit sie durch Eingehen auf diese Bedingung die Geld- und Kreditmenge verändern. Je unabhängiger Banken und Geldmarkt von der Notenbank, je weniger sie bei dieser verschuldet sind, umso weniger wird sich der Diskontsatz wirksam erweisen[10]. In dieser Richtung haben wir bereits insbesondere auf den Unterschied zwischen England und Deutschland in der Epoche vor 1914 hingewiesen.

Im Gegensatz dazu geht bei der O.M.P. die Initiative von der Notenbank aus. Diese Politik ist umso wirksamer, je weniger die

[10] Plenge Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt, Berlin 1913; S. 243; Harris, Twenty Years S. 67, 68.

Banken bei der Notenbank verschuldet sind, weil dann die Möglichkeit der kompensierenden Reaktion fehlt. Versuchen die Kreditbanken die Verknappung, die durch einen Offenmarktverkauf von Effekten seitens der Nationalbank hervorgerufen wurde, auf dem Diskontwege abzuschreiben, so bleibt der Notenbank immer noch als zusätzliches Mittel die Diskonterhöhung.

Der Unterschied liegt aber auch im Zeitpunkt des Einschlages. Eine Veränderung des Diskontsatzes macht sich für die Bank, die ihn in Anspruch nimmt, erst nach Ablauf und Ergänzung aller Diskontbestände kostenmäßig voll bemerkbar. Muß aber die gleiche Bank infolge der verknappenden Wirkung einer Offenmarkttransaktion ihre Reserven auf dem Diskontwege ergänzen, so wird sich ihr bei einer Diskonterhöhung die Verbesserung im vollen Umfange sofort bemerkbar machen[11]. Die Wirkung der O.M.P. ist somit eine schnellere. Wird aber die einzelne Kreditbank durch den verknappenden Einschlag der O.M.P. zur Krediteinschränkung veranlaßt, so spürt sie den erhöhten Banksatz überhaupt nicht. In allen diesen Fällen wird schließlich der Einschlag der O.M.P. den Bankkunden als Kreditverteuerung erst bei Ablauf und Ergänzung der Kredite spürbar werden.

Der Unterschied zwischen O.M.P. und Diskontpolitik macht sich aber auch in der Richtung der Geldmengenkontrolle geltend. Die Notenbank hat nämlich über die Diskontbestände nicht die gleiche Macht wie über die offenen Marktbestände. Ihr Einfluß ist somit umso stärker, je weniger die Geldmenge auf der Diskontpolitik und je mehr sie auf der O.M.P. aufgebaut ist[12]. Auch werden die Banken, deren Reserven auf dem Diskontwege entstanden sind, wahrscheinlich ihre alten Kredite einzuschränken und neue Kreditgesuche unbefriedigt zu lassen haben, während man von den durch O.M.P. gebildeten Reserven gerade das Gegenteil behaupten kann: Die Banken werden für ihre Mittel weitere Anlagemöglichkeiten suchen[13].

Der Grund leuchtet ein: im ersteren Falle erhalten nämlich die Banken ihre Reserven durch Einreichung ihrer Wechselbestände an die Zentralbank, also durch eine Verschuldung, im letzteren Falle bleiben sie im Besitze ihrer liquiden Anlagen, da der Reservezuwachs absolut ist. Ebenso absolut ist aber auch der Verlust der Reserven der Kreditbanken durch Offenmarktverkäufe der Notenbank. Es

---

[11] Schmitt 61, Hayek 281.

[12] Harris 158, Donner i. d. Bankenenquete der Deutschen Volkswirtschaft 1933, S. 515.

[13] Keynes, Treatise of Money II 236.

wäre daher einseitig, zu behaupten, die O.M.P. sei im Vergleich mit der Diskontpolitik für die Kreditbanken liquiditätsfreundlicher. Die Notenbank, die die Zusammensetzung ihrer eigenen Aktiven bestimmt, hat es auch bis zu einem gewissen Grade in der Hand, die ihr richtig scheinende Tendenz herbeizuführen.

Des weitern entfallen bei der O.M.P. die erwähnten Nebenwirkungen der Diskontpolitik (I. 2) insbesondere die Begünstigung der Kapitaleinfuhr durch hohen Diskont, der gerade der Kreditexpansion begegnen will. Psychologisch wecken Diskonterhöhungen oft Mißtrauen in die Sicherheit des Kreditgebäudes, während mit Diskontherabsetzungen in gewissen Ländern vielfach gezögert wird, aus Angst vor Belebung der Börsenspekulation. Die O.M.P. erzielt hingegen ähnliche Wirkungen mit weniger Eclat und geringerer Erregung der Oeffentlichkeit[14]. Auch kann die O.M.P. sachter durchgeführt werden als die Diskontpolitik, die mehr in ruckweisen Aenderungen sich äußert.

---

[14] Harris 155; Keynes, Credit Controll S. 551.

Kapitel III.

DIE OFFENMARKTPOLITIK DER BANK VON ENGLAND.

1. Die Zeit vor 1914.

Die englische Notenbankverfassung basiert bekanntlich auf der Bankakte, welche Robert Peel im Jahre 1844 zum Urheber hatte. Es wurde bereits darauf hingewiesen, daß die Peelsche Bankakte auf dem Currency Principle sich aufbaut (I. 2 hievor), nach welchem die Kontrolle der Notenbank über die Geldmenge und die Anpassung derselben an die Veränderungen des Gütervolumens dadurch bewirkt werden soll, daß die Bank neue Noten nur dann in Umlauf setzt, wenn ihr von außen Gold zugeflossen ist. Bei Abfluß von Gold hat sie hingegen durch Kreditrestriktion die Geldmenge so zu vermindern, daß die Noten jeweils zu 100 % gedeckt sind.

Ebenso wurde bereits hervorgehoben, daß die Peels-Akte der Bank von England ein festes Notenkontingent einräumte, das »fiduciary isue«, zu dessen Deckung Regierungssicherheiten und andere Wertpapiere genügen. Dieser fiduziäre Umlauf wurde mit £ 11,02 Millionen festgelegt. Das Bestehen eines festen Kontingents, das dem Minimalbedarf der Wirtschaft an Noten entsprechen sollte, hatte für die Handhabung der Notenemission besondere Bedeutung. Zur besseren Kontrolle des Notenausgabegeschäftes wurde das Issuevom Banking-Departement getrennt[1].

Die starren Deckungsbestimmungen gestatteten der Bank von England keine elastische Handhabung der Notenausgabe. Ein reibungsloses Funktionieren dieses Systems war daher nur unter ganz bestimmten Voraussetzungen denkbar, mit denen die Schöpfer der Bankverfassung allerdings rechnen konnten. Formelle Voraussetzung war das Vorhandensein einer Gruppe von Goldwährungsländern, die in gegenseitigen Austauschbeziehungen zueinander standen; materielle Voraussetzung war die Freizügigkeit des Goldes und der übrigen Waren, sowie die Unterstellung

[1] Hawtrey, The Art of Central Banking, London 1932, S. 136. Jaffe, Das englische Bankwesen, S. 917.

der Goldwährungsländer unter die Spielregeln des Goldmechanismus. Hernach hatte die Kreditpolitik der Bank von England sich ausschließlich nach dem Volumen der Umlaufsmittel zu orientieren, welches seinerseits durch die vorhandenen Deckungsbestände begrenzt war.

Die Diskontpolitik der Bank von England war unter diesen Umständen, wie schon ausgeführt wurde (I. 2 hievor), ausschließlich währungspolitisch und nicht kreditpolitisch eingestellt. Dazu kam die bereits geschilderte Stellung der Bank von England auf dem Wechselmarkt, die sowohl vor 1914 wie auch in der Folgezeit viel zu schwach war, um mit dem Mittel der Diskontpolitik allein eine Marktbeherrschung erlangen zu können. Wir verweisen auf die Tabelle S. 9, welche die Wechselbestände der Bank von England im Vergleich zu den joint stock banks um die Jahrhundertwende aufzeigt. Noch 1933 wies beispielsweise die Bank von England ein Wechselportefeuille von 11,9 Millionen Pfund auf gegenüber einem solchen der deutschen Reichsbank von 2983 Millionen RM.

Nun besaß aber die Bank von England noch andere Möglichkeiten der Marktbeeinflussung. Schon vor der Bankakte von 1844 besaß sie Wertpapiere, die sog. Govern Securities, die dann durch die genannte Akte zur Notendeckung verwendet und dem Issue Department unterstellt wurden. Außerdem besaß die Bank zur Aufrechterhaltung ihrer werbenden Anlagen gewisse Bestände an Wertpapieren[2]. Diese Wertpapierposten sind in den Bankausweisen sowohl bei der Emissionsabteilung als auch bei der Bankabteilung (Banking Department) ausgewiesen. Beide Konten gestatten Operationen am offenen Markt.

Schon in der Vorkriegszeit machte die Bank von England davon Gebrauch. Wenn von einer zu großen Divergenz zwischen Geldmarktzins und offiziellem Diskontsatz ungünstige Rückwirkungen auf etwaige Goldbewegungen zu befürchten waren, ergänzte die Bank ihre Diskontpolitik durch Verkauf von Consols am offenen Markt und kaufte sie gleichzeitig auf Termin wieder zurück. Durch die damit bewirkte Verknappung der Mittel, die sie dem Markte entzog, wurde der Marktsatz vorübergehend in die Höhe getrieben.

Es waren dies gelegentliche Operationen, nicht etwa systematische Maßnahmen zur Kompensation der saisonmäßigen Zu- und Abflüsse von Gold, welche nicht unbeträchtliche Veränderungen im Depositenbestand der Bank von England mit sich brachten. Die gefestigte Verfassung des Geldmarktes und die stabile wirtschaftliche Gesamt-

[2] Hawtrey, The Art of Central Banking, London 1932, S. 136.

lage ließen vielmehr solche Veränderungen der Notenbankreserven, die im Laufe des Jahres etwa 25—30 % betrugen, unbedenklich in Kauf nehmen[3]. Nur so erklärt sich, daß die Bank von England sich nicht scheute, sobald eine Hausse- oder Baissebewegung der Kurse zu verzeichnen war, den offiziellen Diskontsatz zu erhöhen oder zu senken und weder der Forderung nach Stabilität des Banksatzes noch nach seiner Niedrighaltung nachlebte. Von 1875—1900 wurde der Diskont der Bank von England 167 mal verändert, was einem Durchschnitt von 5 4 T a g e n pro Diskontsatz entspricht. Von 1906—1914 änderte die Notenbank den Diskontsatz 68 mal. Das entspricht einem Durchschnitt von 7 3 T a g e n[4].

In welchem Geiste überhaupt Fragen der O.M.P. erörtert wurden, beweist eine Diskussion, die nach der Krise von 1857 geführt wurde. Damals richtete der Schatzkanzler Gladstone an den Gouverneur der Bank von England im Laufe der Parlamentsverhandlungen die Frage, ob der Verkauf von Public Securities als brauchbares Mittel zur Beeinflussung des Geldmarktes angesehen werden könne. Der Gouverneur verneinte die Frage mit der Motivierung, daß, wenn durch Verkauf von Public Securities, insbesondere von langfristigen Wertpapieren, der Kapitalmarkt künstlich geschwächt werde, man sich die fehlenden Mittel zunächst kurzfristig am Geldmarkt zu beschaffen suchen werde, was die Zahl der Wechseleinreichungen in die Höhe treiben müsse. Dieser Verkauf werde also keineswegs die Notenreserve der Bank von England durch Verminderung ihrer Investment-Bestände vergrößern, sondern nur zu einer Umgruppierung im Aktivvermögen der Notenbank vom Konto: Public Securities auf das Konto: Other Securities (Wechselkonto) führen[5].

Man betrachtete also Offenmarktoperationen lediglich vom Standpunkt aus, ob in Krisenzeiten durch Effektenverkäufe die Notenreserve der Bank von England erhöht werden könne, nicht aber als Mittel zur systematischen Geld- und Kapitalmarktregulierung. Diese Einstellung blieb bis zum Kriegsausbruch 1914 im wesentlichen die gleiche. Solange der Goldwährungsmechanismus funktionierte, wirkte er nämlich als ordnendes Prinzip dahin, daß der Wirtschaft jeweils die erforderliche Geldmenge zur Verfügung stand, wodurch eine gewisse Stabilität der wirtschaftlichen Entwicklung begünstigt wurde.

---

[3] E l m e n d o r f f, Die Diskontpolitik der Bank von England, Diss. Freiburg 1927, S. 34.

[4] Statistical Abstract from United Kingdom 1915, S. 312 ff.

[5] G r e g o r y, Select Statutes, Documents and Reports relating to British Banking, London 1929, Bd. II, S. 175.

Während aber bei Erlaß der Peels Akte die Geldverfassung vollständig auf der Versorgung der Wirtschaft mit baren Mitteln fußte, machte sich mit der Zeit der Umschwung von der Geld- zur Kreditwirtschaft geltend, indem der Umlauf von Geld und Noten mehr und mehr hinter dem Giralgeld zurücktrat[6]. Im wesentlichen ist es übrigens gerade auf die Peelsche Akte zurückzuführen, daß man von dem Transfer barer Mittel zum bargeldlosen Verkehr mittels Checks und Giro überging, da bei der starren Notendeckung sich mit dem wirtschaftlichen Aufschwung eine Knappheit an Geldmitteln einstellte.

Gefördert wurde das Checksystem (die Ueberweisungen spielen in England eine geringere Rolle) durch die Entwicklung der großen Kreditbanken, die das Land nach und nach mit ca. 11 000 Bankzweigstellen überzogen, Schottland und Irland nicht gerechnet, die ihre eigenen Notensysteme besitzen. Vergleicht man damit das an Bevölkerung mehr als doppelt so große Deutschland mit seinen etwa 2000 Bankstellen, so erhellt die Bedeutung des englichen Depositenbankwesens[7].

Diese Entwicklung war dazu angetan, den Einfluß der Bank von England auf dem Geldmarkt mehr und mehr abzuschnüren. Die Wirklichkeit zeigt aber, daß im Gegenteil trotz der Machtfülle der Depositenbanken am englischen Geldmarkt, trotz ihrer gewaltigen Giralgeldschöpfung, die Gesamtgeldversorgung als Summe von Bargeld und Kreditgeld schon unter dem Goldstandard vollständig dem Einfluß der Bank von England unterstand. Der Grund dafür liegt in einem eigenartigen Abhängigkeitsverhältnis der Kreditbanken von der Bank von England, an dem sich auch in der Nachkriegszeit 1918 ff. nichts geändert hat.

Mehr als in irgend einem Lande ist nämlich die Bank von England »die Bank der Banken«, weil nach und nach alle Banken dazu übergegangen sind, ihre Reserven bei der Bank von England zu halten. Die Entwicklung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs ermöglicht es den Banken, ihre eigene Reserve klein zu halten, etwa in der Höhe der täglichen Kassenumsätze (primäre Liquiditätsreserve), und ihre übrigen verfügbaren Mittel bei den Banken

[6] Mit Giralgeld bezeichnet man Anweisungsgeld, d. h. check- und giromäßig verfügbare Guthaben. Vgl. Wengle, Kreditschöpfung und Kreditkontrolle, Diss. Zürich 1937, S. 43.

[7] Vgl. zu den weiteren Ausführungen vor allem den Macmillan Report 1931, S. 85 ff.; Friedr. Lutz, Das Grundproblem der Geldverfassung, Stuttgart 1936, S. 23, und historisch W. T. C. King, History of the London Diskont Market, London 1936.

höherer Ordnung anzulegen. Für die Provinzbanken besorgen die großen Aktienbanken — vor allem die sog. Big Five — für diese die Bank von England die Kassenhaltung (sekundäre Liquiditätsreserve), so daß schließlich die Bargeldreserve des Landes bei der Bank von England zusammenströmt.

So entstand das für die Kreditverfassung Englands charakteristische Einreservesystem, innerhalb dessen die Zentralbank die vollständige Kontrolle über die Bestände (die »Kasse«) der Banken hat. Damit hat sie aber die Möglichkeit, auch die Giralgeldschöpfung der Banken zu kontrollieren, denn die täglichen Geschäfte der Depositenbanken und somit auch ihre Giralgeldbildung ist bedingt und begrenzt durch die Höhe ihrer Kassenbestände. Die Kenntnis der Kassenbestände, auf welche die Bank von England durch Vermehrung oder Verminderung der Notenmenge Einfluß nehmen kann, setzt sie auch in die Lage, die Menge des von den Kreditbanken zu schaffenden Giralgeldes zu bestimmen.

Das wird besonders erleichtert durch eine weitere Eigentümlichkeit des englischen Bankwesens, nämlich daß die Aktienbanken freiwillig eine konstante Relation zwischen ihren Kassenbeständen und ihren Depositen einhalten. Nach dem bereits zitierten Macmillan Report beträgt diese sog. »Proportion«, d. h. der Reservesatz, durchschnittlich 10—11 %. Die Kreditbanken gehen nach fester Praxis in ihrer Kreditgewährung maximal bis ungefähr auf das Zehnfache ihrer Kassenhaltung bei der Bank von England. Auf diese traditionelle Bankpraxis kann sich daher die Bank von England bei ihren kreditpolitischen Maßnahmen verlassen.

Der Einfluß, den die Bank von England vor dem Kriege 1914—18 und auch noch nachher auf die Bildung des Giralgeldes hatte, beruhte also auf den zwei Grundzügen der englischen Kreditverfassung: dem Einreservesystem und dem traditionellen Reservesatz (proportions) der Aktienbanken. Trotzdem diese Kreditverfassung schon vor 1914 eine ausgezeichnete Handhabe zur Verwendung der O.M.P. unter konjunkturpolitischen Gesichtspunkten geboten hätte, griff man nur gelegentlich, und zwar anscheinend ziemlich selten dazu, die primär aus Erwerbsgründen angeschafften Schatzanweisungen aller Art wie Exchequer Bills, Treasury Bills, Consols oder Indian Treasury Bills zu verkaufen, um durch Verknappung des Geldmarktes den Diskontsatz wirksam zu machen. Dadurch wurde die Notenbankreserve erhöht, die aus nicht in der Zirkulation befindlichen, aber vom Issue Department emittierten Bank-

noten bestand[8], oder es wurden die Depositen durch Belastungen vermindert. Die gleiche Wirkung hatte auch ein Verfallenlassen von Treasure Bills, wodurch die neuen Emissionen des Schatzamtes auf den Geldmarkt fielen und diesen verknappten[9].

So war denn die O.M.P. der Bank von England vor 1914 ein Hilfsmittel der Diskontpolitik, entstanden aus der englischen Kreditverfassung, die bei einem traditionell kleinen Wechselportefeuille der Notenbank die hinkende Diskontpolitik durch dieses weitere Mittel wirksamer gestalten konnte. Auch die O.M.P. war somit wie die Diskontpolitik eine Liquiditätspolitik, die der Notenbank ermöglichen sollte, bei ihrer Inanspruchnahme noch innerhalb der gesetzlichen Grenzen zu bleiben. Wir haben es also mit einer im wesentlichen privatwirtschaftlichen Einstellung zu tun, wie sie auch jede Privatbank übt.

Fragt man sich, ob denn nicht der Staat ein Interesse an einer mehr volkswirtschaftlichen, bzw. konjunkturpolitischen Einstellung der Notenbank hatte, so ist darauf folgendes zu erwidern:

Vor 1914 besorgte die Notenbank die Kassenhaltung für den Staat, die unter dem Posten »Public Deposits« des Banking Department ausgewiesen wurde. Die Bank war somit ein Organ der staatlichen Finanzverwaltung, aber die Kreditgewährung an den Staat gehörte noch nicht zu ihren ordentlichen Funktionen.

Vorübergehende Vorschüsse gewährte die Notenbank dem Staate als »Deficiency Advances« und »Ways and Means Advances«. Die ersteren dienten zur Deckung vorübergehender Defizite des Staatskontos (Exchequer Account) und wurden noch im gleichen Quartal aus den regulären Eingängen des Staates gedeckt. Die »Ways and Means Advances« wurden hingegen für etwas längere Zeit auf Grund eines Gesetzes erteilt und durch Treasury Bills (Schatzwechsel) mit 3—12monatlicher Laufzeit, oder durch Exchequer bonds (Schatzscheine) mit einer 3—5jährigen Laufzeit. Diese Staatspapiere wurden aber durch das Noteninstitut am offenen Markt versteigert (Tendersystem), daher nicht, jedenfalls nicht in nennenswerten Be-

---

[8] Diese »hinterlegten Noten«, die auf Grund von Geldeinzahlungen ausgegeben, aber bis zur Verfügung über dieselben bei der Emissionsabteilung liegen blieben, bildeten eine Art Elastizitätsreserve. Die Höhe dieses Reserveverhältnisses hing von der Menge dieser Noten im Verhältnis zu den gesamten Depositen der Regierung und Privater bei der Notenbank ab; vgl. auch Sarow, Offenmarktpolitik zur Konjunkturregelung, München 1937, S. 25.

[9] Hawtrey, The Art of Central Banking, London 1932, S. 157. Elmendorff, Die Diskontpolitik der Bank von England, Diss. Freiburg 1927, S. 34 ff.

trägen, von der Bank von England übernommen oder lombardiert[10].

Dauernde Vorschüsse an den Staat bestanden seit 1833 in der Summe von 11 015 100 Pfund, die zu 2½ % verzinslich ist und nebst weiteren 7 435 000 Pfund als Deckung für die autorisierte Notenemission von 18 450 000 £ dient. Für diese Darlehen wurden keine Schuldverschreibungen ausgestellt, sie sind lediglich ins Staatsschuldenbuch eingetragen. Der Staat hat diese Schuld nicht rückgezahlt, weil er zu diesem Zwecke ein höher verzinsliches Anleihen aufnehmen und das Verhältnis von Staat und Notenbank einer Neuregelung hätte unterziehen müssen[11].

Neben diesen traditionellen bildete sich eine dritte Form der Darlehensgewährung der Notenbank an den Staat aus, darin bestehend, daß diese Bank Staatspapiere kaufte und damit einen Reservefonds für den Schatzkanzler bildete. Die Bank war aber dazu keineswegs verpflichtet und tat das in der Zeit vor 1914 nur in geringem Ausmaß.

Aus diesen Daten ist ersichtlich, daß die Tätigkeit der Notenbank für den Staat in der Vorkriegszeit vor 1914 nicht bedeutend war. Bei der damaligen traditionellen Führerrolle Englands als Bankier der Welt hatte der Staat auch keinen Anlaß, auf die Gestaltung der Kreditpolitik der Notenbank maßgebenden Einfluß zu nehmen.

2. Die Kriegszeit 1914—1918.

Nach Ausbruch des Krieges wurden in England große Anstrengungen gemacht, den Pfundkurs stabil zu halten. Wie im Frieden versuchte man dem Sinken des Pfundkurses infolge der Kriegsimporte aus den Vereinigten Staaten (Einfuhrüberschuß 1913: 134 Mill. £; 1915: 370 Mill. £; 1918: 790 Mill. £) durch Goldausfuhr zu steuern. Auch wurde zum Verkauf amerikanischer Papiere geschritten. Des weitern setzte die Bank von England den Diskont hinauf, um ausländische, insbesondere amerikanische Gelder nach London zu ziehen. Die Diskontschraubenpolitik hat aber in ihren zwischenstaatlichen Funktionen versagt[12].

Der Banksatz ist aber auch im Inland wirkungslos geworden. Durch

---

[10] Näheres bei Hulftegger, Bank von England, Zürich 1915, S. 83, 84, 112 und Ramstein, Kriegsfinanzierung, S. 15.

[11] Näheres bei Hulftegger, S. 27, Ramstein, S. 19.

[12] Plant, Kriegsfinanzen- und Geldtheorie, Finanzarchiv, Bd. 35, S. 585.

die Politik der Regierung, den Staatshaushalt nicht durch Steuern und Zölle, sondern durch Kreditaufnahme auszugleichen, war der Geldmarkt außergewöhnlich flüssig geworden. Die Depositen der Notenbank, die für die Kreditausweitung durch die Joint-stock-banken entscheidend sind, haben sich schon dadurch allein vermehrt, daß das Government Securities-Konto von 11 Mill. £ im August 1914 auf mehr als 58 Mill. £ im Juli 1918 angestiegen war[13].

Dazu kam die starke Vermehrung der zirkulierenden Geldmenge. Das Prinzip der starren Notendeckung wurde durch die Currency and Bank Notes Act vom 6. August 1914 durchbrochen. Das Schatzamt wurde ermächtigt, ein Notstandsgeld zu emittieren in der Form von Currency-Noten zu 1 £ und 10 sh, die ihre Deckung in der Hauptsache in einem Kredit fanden, den die Bank von England dem Schatzamt eingeräumt hatte. Die Einlösbarkeit dieser Noten in Gold, die nach dem Wortlaut des Gesetzes formell bestand, war durch den Defence of the Realm Act illusorisch gemacht. Mit der Ausgabe dieser Staatsnoten, die bis 1919 die Höhe von 356 Millionen £ erreichten, wurde der Bank von England die bisherige Kontrolle über den Bankkredit zum großen Teil genommen.

Die fortgesetzte Kreditausweitung der joint stock banks wird durch den Bericht des Cunliff-Committees[14] folgendermaßen illustriert: Die Regierung erhält von der Notenbank einen Kredit in bestimmter Höhe eingeräumt, und zwar durch Eröffnung eines Guthabens im Konto der Public Deposits. Mit diesen Kreditgeldern bezahlt die Regierung ihre Lieferanten, indem sie auf dieses Guthaben Checks zieht. Die in die Wirtschaft dadurch einströmenden Mittel erhöhen die Geschäftsdepositen der joint stock banks, von denen das Geld zur Notenbank zurückströmt. Dies tritt letzten Endes durch Umbuchungen vom Public Deposits Konto auf das Konto Other Deposits in Erscheinung.

Auf Grund ihrer angestiegenen Reserven konnten nunmehr die Banken ihren Kunden Kredite in mehrfacher Höhe der genannten Summe einräumen oder, soweit solche Kredite nicht in Anspruch genommen wurden, ihre Investments um den Betrag des Zuwachses an Kassenmitteln vermehren, indem sie Staatspapiere zeichneten. Da dieses Geld von der Regierung wieder ausgegeben wurde, erhöhte sich die Kassenreserve der Kreditbanken von neuem, sodaß auf diesem Wege der ursprünglich dem Staate eingeräumte Notenbankkredit

[13] Hawtrey, S. 151.

[14] Gregory, Select Statutes, Documents and Reports relating to British Banking, London 1929, Bd. II, S. 338 ff.

einen mehrfachen Betrag an neuen Depositen und damit eine vielfache Erweiterung des Kreditvolumens geschaffen hat.

Vor 1914 wäre die Notenbank angesichts der ständigen Steigerung der Public Deposits mit einer kräftigen Diskonterhöhung vorgegangen, um ihren Reservesatz aufrechtzuhalten. Nach Inkrafttreten der Currency and Bank Notes Act, die eine praktisch unbegrenzte Möglichkeit der Ausgabe von Staatsnoten eröffnete, konnte diese Bremse nicht mehr wirken. Unter diesen Verhältnissen hätte eine planmäßig angewandte O.M.P. der Notenbank die umlaufenden Geldmengen verknappen können. Es wurden aber nur gelegentliche, unbedeutende Versuche unternommen, durch Verkäufe von Wertpapieren die Geldmarktsätze zu versteifen, die keinen durchgreifenden Erfolg zeitigen konnten[15]. Die Geldflüssigkeit führte sogar zur ungewöhnlichen Erscheinung, daß die Banken zwecks Verwendung ihrer Mittel die Aktivzinssätze unter die Depositenzinssätze senkten.

Erst als die englische Regierung nach Einführung einer neuen Treasury-Bill-Politik im Einvernehmen mit der Notenbank die den Markt verflüssigenden Gelder an sich zog und festlegte, begannen sich die Marktsätze dem Banksatze zu nähern[16].

3. Die Periode 1919—1931.

Diese Periode ist in ihrer ersten Hälfte (bis 1925) durch die Bestrebungen der Rückkehr zum Goldstandard charakterisiert, in ihrer zweiten durch die letzten Endes gescheiterten Anstrengungen, den wiedereingeführten Standard festzuhalten. Schon daraus ist ersichtlich, daß die Bank von England in diesem ersten Dutzend Jahren der Nachkriegszeit noch nicht die Möglichkeit hatte, das Geld- und Kreditvolumen des Landes unabhängig von der Höhe ihrer Goldreserven zu manipulieren.

Bei ihrer Diskontpolitik ließ sich die Notenbank, besonders im Zeitraum 1925—31, wie in der Vorkriegszeit von Goldabfluß und Goldzufluß beeinflussen, sodaß die Höhe der Diskontrate keineswegs den jeweiligen Stand der Konjunktur widerspiegelt. Aber auch für die erste Hälfte dieses Zeitabschnittes (1919—25) kommt in Betracht, daß der Handelswechsel durch den Schatzwechsel zum größten Teile verdrängt wurde, wodurch das schon früher kleine Wechsel-

[15] Macmillan Report S. 31.

[16] Elmendorff, Die Diskontpolitik der Bank von England, Diss. Freiburg 1927, S. 53, 71, 77, 93.

portefeuille noch weiter zusammenschrumpfte und den Einfluß der Diskontpolitik der Notenbank noch mehr verringerte. Die Freizügigkeit der Produktionselemente, welche die Voraussetzung für die Lenkung des Kapitalstromes durch die Höhe des Zinses bildet, ist überdies in der Nachkriegszeit einer weitgehenden Bindung der Kostenelemente (Preise, Löhne, Frachten usw.) durch nationalwirtschaftliche Tendenzen gewichen. Gleichzeitig hat der Sektor der Staatswirtschaft eine ungeahnte Ausdehnung erfahren.

Immerhin konnte sich die Bank von England bei ihrer Diskontpolitik auf eine geregelte Kooperation der großen Aktienbanken stützen. Der Diskont liegt zwar in der Regel über dem Satz für Zeitdepositen, Tagesgeld und Privatdiskont, jedoch unter den Sätzen für Lombarde, Wechsel- und Kontokorrentkredit. Der Privatdiskontsatz, regelmäßig höher als derjenige für Tagesgeld, muß nach der englischen Bankenstruktur niedriger als der Notenbankdiskont sein, da sonst die Bankakzepte und Schatzwechsel direkt bei der Bank von England eingereicht und den Wechselmaklern und Banken das Diskontgeschäft verunmöglichen würde.

Die großen Aktienbanken unterstützen ihrerseits die Führung der Bank von England, indem sie die Sätze für Wechsel- und Kontokorrentkredite regelmäßig 1—1½ % über der Bankrate halten, selbst bei ihren größeren Kunden mindestens ½—¾ %. Die O.M.P. in der Zeit von 1919—1925 diente meist dazu, die diskontpolitischen Maßnahmen weniger drastisch zu gestalten.

Das Ausmaß der Operationen am offenen Markt ist aus den Bilanzen der Bank von England vor 1928 noch nicht ersichtlich, da die Aktiven, welche auf Grund der Initiative des Geldmarkts und diejenigen, die durch die eigene Initiative der Notenbank erworben wurden, nicht ausgeschieden sind. Erst seit 1928 figurieren die ersteren als »Discounts and Advances«, die letzteren als »Government Securities« oder »Securities«, je nachdem, ob es direkte Verschreibungen der Britischen Regierung oder der Kolonien, bzw. ausländische Papiere sind[17].

Die Möglichkeit der Bank von England, Wertpapierkäufe am offenen Markt vorzunehmen, hängt natürlich von ihrer Banknotenreserve ab, während umgekehrt zur Verknappung des Geldmarktes genügende Bestände an Wertpapieren im Banking Department vorhanden sein müssen. Was die Gefahr zu geringer Effektenbestände

[17] Mac Millan Report, S. 30; Keynes, Credit Controll (Encyclop. of Social Sciences), New York 1931, S. 552.

betrifft, so ist sie dadurch verringert, daß mit Zustimmung des Schatzamtes auch die Schatzscheine des Issue Department verkauft werden dürfen. Seit dem Weltkriege war der Bestand der Staatspapiere bei der Notenbank so angewachsen, daß er sich auch zu Operationen großen Ausmaßes eignete. Gegenüber 13,1 Millionen £ 1913 betrug er 1918 bereits 71,1 Millionen, 1919: 92,4, 1920: 107,8, 1921 ging er auf 36,9 zurück, 1922 betrug er 51,9, 1923: 49,6.

Was die zur O.M.P. nötige Banknotenreserve betrifft, so war rechtlich erst durch die Erhöhung des fiduziären Notenkontingents 1928 auf den Maximalbedarf der Wirtschaft, wovon noch weiter die Rede sein wird, eine genügend elastische Möglichkeit geschaffen, Noten in vermehrtem Umfang auszugeben. Doch haben wir gesehen, daß es auch schon früher gewisse Notenreserven gab, die gegebenenfalls wenigstens zu beschränkten gelegentlichen Offenmarktoperationen eingesetzt werden konnten.

Auf O.M.-Operationen in den Jahren 1919—1928 lassen lediglich die periodischen Ausweise der Notenbank dann schließen, wenn in kürzeren Zeiträumen größere Verschiebungen in den Staatspapierbeständen in Erscheinung treten. So figurieren beispielsweise im September 1924 die Staatspapierbestände der Bank mit 41 698 000 £, während sie im Dezember des gleichen Jahres mit 68 580 000 £ erscheinen[18].

Mit der Wiederaufrichtung des Goldstandards 1925 wurde das Pfund auf der Basis der Vorkriegsparität stabilisiert, ohne Rücksicht auf die im Innern des Landes viel geringere Kaufkraft des Pfundes. Das versetzte die Bank von England in die Zwangslage, durch dauernde Hochhaltung des Diskonts das Kreditvolumen stark zu verknappen, damit die Preise nicht nennenswert anziehen. Sie mußte Deflationspolitik treiben. Eine Erhöhung des inländischen Preisniveaus hätte nämlich das Mißverhältnis zwischen der inneren und äußeren Kaufkraft des Pfundes bloßgelegt, was zu Geldabwanderungen geführt hätte. Auch die hohe Auslandverschuldung Englands, die in den Jahren 1927—1931 zwischen 250—300 Mill. £ betrug, nötigte zu hohen Diskontsätzen, um das Auslandkapital in England zu halten[19].

So befand sich denn die Bank von England in den 6 Jahren — 1925—31 — gleichsam dauernd in der Verteidigung. Sie bediente sich neben dem Diskont auch der O.M.P. hauptsächlich, um zu verhin-

[18] Société des Nations, Mémorandum sur les monnaies 1913—24, II. S. 147.
[19] Mac Millan Committee Report, S. 77.

dern, daß die volle Schärfe der internationalen Goldbewegungen das Kreditvolumen insoweit beeinflusse, als es direkt durch steigende Banksätze hätte berührt werden können. Man verfolgte mit O.M.-Operationen das Ziel, auf die Geldmenge direkt Einfluß zu nehmen, um dadurch ein allzu starkes Anziehen der Diskontschraube zu vermeiden.

Als im Jahre 1928 französische Guthaben aus London zurückgezogen wurden, weil Frankreich infolge Verbesserung des Beschäftigungsgrades seiner Industrien mehr Kapital für Investierungen benötigte, kaufte die Bank von England große Staatspapierposten auf, um die lähmende Wirkung der etappenweisen Diskonterhöhung von 4½ auf 6½ % zu kompensieren, indem sie neue Umlaufsmittel in die Wirtschaft einströmen ließ. Diese Mittel traten an die Stelle der abgezogenen Goldbestände. Der hohe Diskont regte erstens einen Rückfluß von Gold aus dem Ausland nach London an, und zweitens sicherte er den Erfolg der O.M.P. Nur wenn der Diskontsatz hoch genug über dem Marktsatz liegt, erreicht die Verflüssigungspolitik der englischen Notenbank ihr Ziel.

Steht nämlich der Diskontsatz unter dem Marktsatz, so ist die Folge, daß die Diskonthäuser aufhören, tägliches Geld bei den Banken zu nehmen und statt dessen Wechsel bei der Bank von England rediskontieren. Auf diese Weise »kommt der Markt in die Bank«, wie man in England sagt, und jede weitere Verflüssigung auf diesem Wege würde die Banken stärker in die Notenbank treiben. Bei einer Verflüssigung durch Herabsetzung des Diskontsatzes liegt, wie schon hervorgehoben wurde, die Initiative zur Geldschöpfung nicht wie im Falle der O.M.P. bei der Notenbank, sondern bei den Wechseleinreichern. Nicht die Notenbank ist es daher, die das Ausmaß ihrer Inanspruchnahme genau bestimmen kann, während sie über Tempo und Umfang im Falle der Verflüssigungsaktion durch O.M.P. selbst entscheidet[20].

Des weiteren spielt auch, wie gleichfalls bereits angedeutet wurde, das Zeitintervall zwischen der Diskont- und O.M.P. eine Rolle. Die diskontpolitische Maßnahme muß der O.M.P. vorausgehen, da letztere nicht mehr wirksam wäre, wenn der Markt bereits in der Bank ist. Eine Verflüssigung durch Ankauf von Wertpapieren in diesem Zeitpunkt würde nur dazu führen, daß die Banken, die am Akzeptmarkt ihr Geld nicht unterbringen können, es dazu benutzen würden, ihre höher verzinslichen Schulden bei der Bank von England

[20] Lutz, Das Grundproblem der Geldverfassung, Stuttgart 1936, S. 27 f.

abzutragen. Damit würden sie aber das Geld, welches die Notenbank durch ihre O.M.-Operation der Wirtschaft zufließen ließ, aus dieser wieder herausziehen und die Aktion der Zentralbank paralysieren.

Für die weitere Entwicklung der O.M.P. wurde die Currency and Bank Notes Act von 1928 bedeutsam, welche die mit der Kriegsfinanzierung begonnene Entwicklung der Beseitigung der starren Notendeckung sanktionierte. Dieses Gesetz erhöhte das zuletzt 19,75 Millionen £ betragende fiduciäre Notenkontingent auf 260 Millionen £ durch Vereinigung der Currency-Noten des Schatzamtes mit den Noten der Bank von England, so daß der größere Teil des insgesamt ausgegebenen Notengeldes durch Wertpapiere und nicht mehr durch Gold zu decken war. Zudem wurde die Elastizität der Notenausgabe noch durch Bestimmungen erweitert, wonach die Notenbank mit Zustimmung des Schatzamtes die Höhe von 260 Millionen £ bei ihren Notenemissionen auch überschreiten durfte (Abs. 8).

Diese Regelung erweiterte die kreditpolitischen Möglichkeiten der Notenbank, da sie im Gegensatz zur bisherigen Beschränkung der nicht durch Gold gedeckten Noten auf den Minimalbedarf nunmehr eine Notenausgabe nach dem Maximalbedarf des Zahlungsverkehrs ermöglichte. Bis 1931 kann allerdings von einer ausschließlich konjunkturell orientierten Kreditpolitik der Notenbank kaum gesprochen werden. Für den Diskontsatz blieben die Goldbewegungen maßgebend. Ein krasses Beispiel bildet die New Yorker Börsenhausse von 1929. Als die hochgehenden Wogen der Spekulation an der New Yorker Börse den Zins für Call-loans bis auf 9 % hinauftrieben, erhöhte die Bank von England ihren Satz von 4½ % auf 6½ %, um den Goldverschiffungen nach Amerika entgegenzutreten, die der hohe Zins lockte, und die den Goldbestand der Bank von England im Laufe des Jahres von 176 auf 133 Millionen £ senkte. Der hohe Diskont blockierte den gerade in England beginnenden Aufschwung, der dringend einer Marktverflüssigung bedurft hätte. Eine Senkung des übersteigerten Diskonts nahm aber die Bank von England erst im Herbst 1929 vor, nachdem infolge des New Yorker Börsenkrachs die Gefahr weiterer Goldabflüsse nach Amerika gebannt schien. Auch diese Senkung, die etappenweise von Oktober 1929 bis Mai 1930 um je ½ % erfolgte, war kein aktiver Eingriff der Bank von England in den Konjunkturablauf. Sie folgte damit vielmehr der Aenderung des Privatdiskontsatzes.

Hingegen betätigte sich die Notenbank, wie schon erwähnt wurde, im Zeitpunkte des mit Rücksicht auf die Innenkonjunktur ungesunden hohen Diskonts durch vereinzelte O.M.-Operationen in einem

Sinne, der bereits einer Konjunkturpolitik sich näherte, indem sie durch Wertpapierkäufe größere Summen in die Wirtschaft hineinpumpte, und so die Schäden der goldorientierten Diskontpolitik mildern konnte.

4. Die autonome Kreditpolitik seit 1931.

a) Die Uebergangszeit.

Es wurde bereits hervorgehoben, daß der Goldmechanismus in der Nachkriegszeit nicht mehr in der Weise funktionieren konnte wie zuvor. Die Tatsache, daß die Goldbewegungen nicht durch das Gefälle der Warenpreise, sondern im wesentlichen durch politische Momente bedingt waren, hat den Goldstandard um seinen Sinn gebracht. Das weitere Festhalten an diesem Standard mußte daher in den goldarmen Ländern Europas zu einer dauernden Kapitalabwanderung mit nachfolgendem Deflationsdruck führen, in den goldreichen Ländern wie U.S.A. zu einer ständigen Inflationsgefahr auf Grund der sich häufenden »Ueberschußreserven«.

Insbesondere die unsichere Basis des Pfunds wurde mit der mitteleuropäischen Krise im Sommer 1931 evident. Von Mitte Juli bis zum 20. September dieses Jahres verlor die Bank von England über 200 Millionen Gold durch Kapitalabwanderung, ohne daß Diskonterhöhungen von 2½ bis 6 % dies verhindern konnten. Gangbar wäre noch der Weg eines Auslandmoratoriums gewesen. Aber die englische Regierung zog es vor, den bisher krampfhaft auf Kosten der Volkswirtschaft festgehaltenen Währungsstandard aufzugeben. Das geschah in der Weise, daß man vom 21. September ab den Pfundkurs dem freien Spiel des Marktes überließ, ohne sich in einer neuen Fixierung festzulegen. Das Pfund fiel denn auch bis im Spätherbst auf 70 % der Goldparität.

Die Pfundabwertung sollte die Anpassung des bisher überhöhten Preisspiegels an den Weltmarkt bewirken, weshalb man keine Lohn- und Kostenerhöhungen zuließ. So erhielten denn die britischen Exportindustrien durch die Abwertung einen starken Antrieb. Dieser Antrieb wurde auch nicht durch eine bedeutendere Preissteigerung der Einfuhr neutralisiert, da viele Bezugsländer Englands dem Pfundblock angehörten und sich der Pfundentwertung anschlossen, die Goldländer aber billiger anbieten mußten, um sich das Geschäft zu erhalten. So hat denn das Preisniveau trotz Abwertung keine Erhöhung erfahren, es ging sogar bis 1932 noch zurück.

Die Störungen der englischen Zahlungsbilanz ließen nach, da weitere Kapitalabzüge nur unter großen Kursverlusten möglich waren, die man in der Hoffnung auf einen Wiederaufstieg des Pfundes vermeiden wollte, während umgekehrt für die Schuldner Englands die Abwertung eine Rückzahlungsprämie bedeutete.

Wie stellte nun die Bank von England ihre weitere Kreditpolitik ein?

Im Zeitpunkt der Aufhebung der Goldeinlösungspflicht (21. Sept. 1931) erhöhte sie den Diskont auf 6 %. Diesen Stand hielt die Notenbank vorläufig unverändert aufrecht, um nicht durch das Absinken des Pfundes eine Teuerung aufkommen zu lassen. Zur Markterleichterung hat hingegen in den kritischen Septemberendtagen das Banking Department nach und nach für 25 Millionen £ Wertpapiere angekauft. Im Oktober wurden aber wieder Effekten für 14 Mill. £ abgestoßen und erst im Dezember nochmals für 35 Mill. £ Papiere wegen der Saisonspannung wieder aufgenommen. Grundsätzlich hielt man an der Marktverknappung aus genannten Gründen fest. Immerhin zeigt die Bewegung der Schuldverschreibungen beim Banking Department 1931 vom Minimum 27,7 Mill. £ bis zum Maximum 95,3 Mill. £ von reger Offenmarkttätigkeit[21].

Zu stärkeren Einsätzen der O.M.P. kam es Anfang 1932. Von den 95,3 Mill. £ Staatspapiere Ende 1931 behielt die Bankabteilung bis Mitte Februar 1932 nur noch 33,50 Mill. £. Die Unruhe nach der Devalvation war in diesem Zeitpunkt, also nach knapp 5 Monaten überwunden. Das zeigte sich unter anderem auch darin, daß der Notenumlauf bereits niedriger war als im Zeitpunkte der Abwertung, während der Goldbestand (121 Mill. £) nicht weiter gesunken ist. Erst jetzt war die Bahn für eine autonome Zinspolitik frei. Die Notenbank begann langsam und planmäßig den Markt zu verflüssigen.

Von März bis Juni 1932 führte sie den Diskont stufenweise von 6 auf 2 % zurück und kaufte überdies in kühner Offenmarktoperation für 35 Mill. £ Staatspapiere an, so daß der Posten »Staatspapiere« bei der Bankabteilung von ca. 35 auf 70 Mill. £ anwuchs. Da sich aber der Posten »Andere Wertpapiere« im gleichen Zeitraume um rund 12 Millionen £ senkte, beziffert sich das Resultat der O.M.-Operationen im Laufe der 4 Monate März-Juni 1932 auf eine Portefeuilleerhöhung von rund 22 Millionen £.

[21] vgl. auch Sarow, Offenmarktpolitik zur Konjunkturregelung, München 1937, S. 29; Stäuber, Die geschäftlichen Beziehungen zwischen den europäischen Notenbanken, Zürich 1928, S. 98; weniger klar M. Kriz, Les opérations des Banques d'Emission sur le Marché libre, Paris 1938, S. 41.

Gleichzeitig wuchs der Goldbestand um 13 Millionen £, was Hand in Hand mit der Portefeuilleerhöhung eine Vergrößerung des Notenumlaufes und der Depositen nach sich führte. Das Resultat zeigt sich in einem Anwachsen der Depositen der 10 Clearingbanken vom Februar bis September um 200 Millionen £. Tatsächlich ist die Expansion nicht in dem Maße erfolgt, als sie nach dem beschriebenen Mechanismus der englischen Banken hätte erfolgen müssen, da sich nicht genügend geeignete Aktivgeschäfte boten. Es hat sich vielmehr die Kassenreserve entsprechend verbessert. Daher zeigen die Debitoren gleichzeitig einen starken Rückgang um über 130 Millionen £, da die Nachfrage nach Krediten nicht von den Banken diktiert werden kann, sondern sich nach der allgemeinen Geschäftslage richtet.

Wo hätten nun die Banken die durch die Erhöhung der Depositen und die gleichzeitige Senkung der Debitoren disponibel gewordene Summe von über 300 Millionen £ investieren sollen? Wechselmaterial war nicht genügend vorhanden, überdies drückte die erhöhte Nachfrage nach Wechseln stark auf die Zinssätze, was die Bankdividenden sehr ungünstig hätte beeinflussen müssen. Eine lukrativere Anlage boten hingegen den Banken die Staatstitelkäufe (Investments), die daher den größten Teil der genannten Summe absorbierten.

Wir illustrieren diese Veränderungen durch die nachfolgende Tabelle, für die wir aber die Zahlen nicht so detailliert wie in den Darlegungen, sondern für Februar 1932 und Februar 1933 gegenüberstellen, um die Saisoneinflüsse auszuschalten. Die Staatspapiere wurden dabei bei beiden Abteilungen der Notenbank zusammengezählt.

Tabelle 1.

Entwicklung wichtiger Bilanzposten 1932/33[22].

Bank von England	Febr. 1932	Febr. 1933	Veränderung
Aktiva:		Mill. £	
insgesamt	482,9	526,2	+ 43,3
davon:			
Staatspapiere	296,7	352,3	+ 55,6
andere Wertpapiere	48,4	25,5	— 22,9
Darlehen	12,5	12,0	— 0,5
Goldbestand	125,3	136,4	+ 11,1

[22] vgl. Société des Nations: Monnaies et Banques 1932/33, S. 165; Sarow, Offenmarktpolitik zur Konjunkturregelung, München 1937, S. 31.

Bank von England	Febr. 1932	Febr. 1933	Veränderung
Passiva:		Mill. £	
Notenumlauf	346,4	356,5	+ 10,1
Depositen	118,3	151,6	+ 33,3

Kreditbanken 10 Londoner Clearingbanken	Febr. 1932	Febr. 1933	Veränderung
Aktiva:		Mill. £	
Kasse	172,8	207,6	+ 38,8
Barliquidität (Reservesatz)	10,4%	10,6%	+ 2%
Kurzfristige Ausleihungen	109,8	111,8	+ 2,0
Vorschüsse	902,3	765,6	—136,7
Wechsel (vor allem Schatzwechsel)	207,5	385,5	+178,0
Effekten	279,6	497,5	+217,9
Passiva:			
Kreditoren	1659	1955	+298
darunter Depositen	1613	1902	+289

Aus den bisher dargelegten O.M.-Operationen der Bank von England ist als hauptsächlicher Zweck die Politik der Zinsverbilligung evident. Die Verbilligung der Kapitalkosten sollte aber nicht Selbstzweck sein, sondern ein Mittel zur Herbeiführung des wirtschaftlichen Aufschwungs und eines Zustandes voller Beschäftigung. Ein bedeutsames Hindernis für die Senkung der Zinssätze für langfristiges Kapital war aber noch zu beseitigen: das Vorhandensein von 2084 Millionen £ 5 %iger Kriegsanleihen von 1919. Solange diese Riesenmenge 5 % Titel sich zur Anlage darbot und jedermann solche nur wenig über pari erwerben konnte, war kaum zu erwarten, daß sich das allgemeine Zinsniveau viel unter 5 % senken werde. Der Kurs dieser Papiere konnte aber nicht hoch über pari steigen, da sie jederzeit (mit nur dreimonatlicher Kündigungsfrist) rückzahlbar waren.

Durch die Effektenkäufe der Notenbank von Mitte Februar bis Jahresmitte 1932 wurden aber die Kurse der Staatspapiere immerhin soweit vorgetrieben, daß der Schatzkanzler am 30. Juni 1932 die freiwillige Konversion der Zweimilliardenpfundanleihe mit 3½ % ankündigen und mit vollem Erfolg durchführen konnte, während eine Emissionssperre konkurrierende Bewerber fernhielt[23].

[23] Nur 165 Mill. £ oder 8 % mußten bar ausbezahlt werden. Alle anderen Titelbesitzer nahmen freiwillig die Zinsreduktion an.

Nachdem dieses Bleigewicht aus dem Markt verschwunden war, wurde der Weg zur Senkung der Zinssätze für langfristiges Kapital vollständig frei.

b) Die Periode der Zinsverbilligung.

Der im Juni 1932 auf 2 % gesenkte Diskont der Bank von England wurde nunmehr dauernd festgehalten und nicht mehr geändert. Der geglückten Riesenkonversion folgten weitere Konversionen und Neuemissionen öffentlicher Körperschaften und privater Unternehmungen, nachdem die Emissionssperre für Inlandeffekten anfangs 1933 gelockert wurde. Im Gefolge der Senkung des Richtzinses für Staatsanleihen von 5 auf 3½ % fiel auch die Obligationenrendite bis Februar 1933 von 4,9 % auf 3,7 %. Im Juni 1933 wurden 35 Millionen £ 5½ %ige Dollarbonds in 2½ %ige Sterlingsbonds konvertiert und im September des gleichen Jahres 150 Millionen £ 4½ %iger Schatzbonds gleichfalls in 2½ %ige umgetauscht. Die Effektivverzinsung für gute Industrieobligationen ging von 6—6½ auf 4½ % und zum zum Teil noch tiefer hinunter. Die Regierung hielt mit Neuemissionen einige Jahre zurück, der starken privaten Emissionswelle Raum gebend. Ende 1935 konnte sie 300 Millionen £ neuer Titel (zu Rückzahlungszwecken) zum Teil zu 2½ % (200 Mill. £), zum Teil sogar zu 1 % begeben, allerdings nicht ganz in Privathand.

Zeigt schon der langfristige Zins diesen rapiden Abstieg, so hat der Anstoß zur Zinsverbilligung sich auf den kurzfristigen Zins noch überraschender ausgewirkt. Der Marktsatz fiel von 5,56 % im Januar 1932 auf 0,91 % im Juli und auf 0,41 % im August 1933[24]. Die Bank von England setzte auch 1933 trotzdem ihre Ankaufsoperationen von Staatstiteln auf offenem Markt fort, wenn auch in einem langsameren Rhythmus als zuvor. Von Mai bis Juli 1933 erwarb sie weitere 21,5 Millionen £ Staatspapiere. Die Papiere tauschte sie zum Teil beim Ausgleichsfonds gegen Gold um, sodaß sie nicht durch Abstoßung derselben den Markt zu verknappen brauchte[25]. Auch die Vermehrung des Notenumlaufes um ungefähr den gleichen Betrag wirkte sich nicht aufblähend und preissteigernd aus, da Noten-

[24] Société des Nations, Monnaies et Banques 1935—36, I, S. 13. Kriz, Les opérations des Banques d'Emission sur le Marché libre, Paris 1938, S. 45.

[25] Kriz, Les apérations des Banques d'Emission sur le Marché libre, Paris 1938, S. 44.

Sarow, Offenmarktpolitik zur Konjunkturregelung, München 1937, S. 34.

hamsterungen des Auslandes ohnehin viel Banknoten dem Verkehr entzogen hatte.

Diese zweite große Offenmarktoperation blieb auf Jahre hinaus die letzte, da der inzwischen fortschreitende englische Wirtschaftsaufschwung keine weiteren Operationen nötig machte. Die Kennziffern dieses Aufschwunges erhellen aus folgenden Indexzahlen[26]:

Tabelle 2.

Index zahlen	1931	1932		1933		1934		1935		1936	
	Sept.	Febr.	Sept.	Febr.	Sept.	Febr.	Sept.	Febr.	Sept.	Febr.	Sept.
Aktien	78	81	90	96	110	116	127	133	141	159	167
Renten	98	94	122	124	126	129	133	137	133	137	137
Produktion	81	91	78	88	88	103	97	104	105	116	115
Großhand-Preise[27]	90	91	88	83	90	89	88	88	90	92	96

In den Jahren 1933—35 tätigte die Notenbank Titelkäufe lediglich zur Neutralisation der Saisonschwankungen im Notenumlauf.

Im Laufe des Jahres 1936 begannen die Geldsätze wieder etwas anzuziehen und die Notenbank sah sich veranlaßt, einmal im Juni, sodann im Dezember wiederum Titelkäufe zur Marktverflüssigung zu tätigen. Das geht aus folgender Tabelle hervor (Millionen £)[28]:

Tabelle 3.

Durchschnitt	Bank von England, (Bankabt.)						Offiz. Diskontsatz	Zinssätze		
	Werte			Depositen				Schatzwechsel-Diskont	Privat-Diskont	Oblig. Rendite
	Staatspapiere	Darlehen	anderes	öffentliche	Bankdepot	andere		%	%	%
Dez. 1935	84,6	9,1	13,1	9,1	87,5	37,3	2,0	0,683	0,72	2,89
März 1935	80,6	8,9	15,9	14,3	92,6	36,7	2,0	0,521	0,56	2,94
Juni 1936	98,5	6,2	15,2	13,9	89,5	37,2	2,0	0,780	0,78	2,94
Sept. 1936	83,0	9,4	20,0	22,7	94,4	39,0	2,0	0,526	0,56	2,93
Dez. 1936	94,2	9,5	20,8	14,5	101,0	39,3	2,0	0,848	0,84	2,96
März 1937	93,0	4,8	22,5	27,0	82,2	37,7	2,0	0,515	0,56	3,26

Wir ersehen daraus, daß nach einem Anziehen der Geldsätze im Juni und Dezember 1936 durch eine »Liquiditätsspritze« die billige-

[26] London and Cambridge Economic Service.

[27] »Economist«.

[28] Société des Nations, Monnaies et Banques 1937—38, II, 176.

ren Sätze rasch wieder hergestellt wurden. So betrug der Schatzwechsel- und Privatdiskont im Juni 1936 0,78 % und fiel nach der Offenmarktoperation der Notenbank wieder auf 0,52 bzw. 0,56. Das gleiche wiederholt sich im Dezember, wo der Anstieg noch größer war.

Die aufsteigende Wellenlinie der Wirtschaftsprosperität machte im Frühjahr 1937 plötzlich halt, um seither einer augenfälligen Verlangsamung Platz zu machen. Die Ursachen scheinen mehr externer Art zu sein, aber auch intern ist es zumindest die beginnende Aufrüstung, welche die Konjunkturregelung durchkreuzt. Der offizielle Diskont bleibt unverändert, aber der langfristige Zins steigt auffallend. Die Obligationenrendite erreicht schon im Januar 1937 3 % und stieg im Laufe des Jahres weiter bis 3,39 %. Die Bankendepots bei der Notenbank blieben stationär, aber die Kreditbegehren wuchsen, wodurch die Liquiditätsbasis schmäler wurde.

Tabelle 4.
Millionen £.

Durchschnitt Dezember	Depositen	Barmittel	in % der Depositen	Sichtguthaben	in % der Depositionen	Wechsel	in % der Deposition	Plazierungen	in % der Depositen	Vorschüsse	in % der Depositen
1935	2091	221	10,6	159	7,6	322	15,4	605	28,9	799	37,2
1936	2315	244	10,5	195	8,4	322	13,4	660	28,5	885	38,2
1937	2330	244	10,5	163	7,0	300	12,9	635	27,2	979	42,0

Während sich die Depositen 1937 wenig vergrößert haben, wuchsen die Vorschüsse um 96 Millionen £, kompensiert durch eine Verringerung der Sichtguthaben um 32 Mill. £, der Wechsel um 22 Mill. £ und der Plazierungen um 25 Mill. £. Angesichts dieser Kreditanspannung begann die Notenbank im März 1937 Titelkäufe zu tätigen, um dem Notenbedarf, der durch Thesaurierungen von Ausländern und durch neue Steuern gewachsen ist, zu genügen. Der Ausgleichsfonds hat im Mai und Juni die Notenreserve der Bank von England durch Transfer von Gold bis zu 12 Mill. £ verstärkt, und zwar gegen Hereinnahme von Staatspapieren. Auf diesem Wege konnte der Notenumlauf um 26 Millionen erhöht werden und die Bankendepots stiegen gegen Ende 1937 um 18 Millionen, wie die folgende Tabelle[29] ergibt:

[29] Quelle: Annuaire des Banques d'Emission, 1938, S. 581.

Tabelle 5.

Monatsdurchschnitte der Bank von England 1937
in Millionen £.

1937	Notenumlauf	Depositen der Banken	Staatspapiere	Gold
Januar	455	104	82	314
Februar	455	97	82	314
März	467	85	93	314
April	467	93	97	314
Mai	478	93	103	319
Juni	481	111	109	323
Juli	495	95	106	326
August	495	93	109	326
September	488	104	108	326
Oktober	487	93	103	326
November	483	88	100	326
Dezember	499	107	114	326

Die Verlangsamung der wirtschaftlichen Aktivität seit August 1937 (nach dem Economist: 1935 = 100, August 1937 = 113,5, Dezember 1937 = 111, Juni 1938 = 103) ging bei unveränderter Geld- und Kreditpolitik vor sich. Der offizielle Diskont blieb bei 2 %, der Privatdiskont hat sich kaum über ½ % gehoben, die Bankendepots wuchsen bis Dezember 1937 zu einer Rekordhöhe von 2330 Mill. £, auch der Notenumlauf war im Wachsen. Erst im Laufe des Jahres 1938 erfuhr das Volumen der Zahlungsmittel und Depositen eine merkliche Verringerung, wie folgende Tabelle aufweist[30]:

Tabelle 6.

Monatsdurchschnitt im Januar
(in Millionen £).

	1936	1937	1938	1939
Notenhortung	380	430	456	449
Kreditbanken:				
Depositen	2164	2307	2339	2230
Kassa	228	238	251	248

[30] Quelle: Société des Nations, Monnaies et Banques 1938/39, I, S. 55.

	1936	1937	1938	1939
Kassa in % der Dep.	10,5	10,3	10,8	11,1
Taggelder und kurzfristige Vorschüsse	159	179	154	143
Wechsel	346	345	331	256
Zirkulierende Staatspapiere	551	581	605	440

Man schreibt diese Schrumpfung ausländischen Fluchtkapitalien zu, die wegen Kriegsgefahr nach den Vereinigten Staaten zurückgezogen wurden, ebenso den Notenhortungen des Publikums. Allein das kann nicht die Hauptursache sein. Die englische Wirtschaftsentwicklung 1932—1936 entspricht der klassischen Konjunkturtheorie: von der Liquidierung der Wirtschaft über Zinssenkung zum Aufschwung und zur Hochkonjunktur. Schon Ende 1935 haben viele Industriezweige die Grenze ihrer Kapazität erreicht, wozu noch die Rüstungsaufträge viel beigetragen haben. Der Produktionsindex stand 1936 bereits 25 % über 1930. Zu einer Erweiterung der Industrieanlagen gehört aber nicht nur Geldkapital, sondern auch Zeit. Die Rüstungsaufträge verlangten die Rückstellung vieler Bestellungen nicht nur aus dem Ausland, sondern selbst aus den Dominions, sodaß nicht nur Rohstoffe, sondern selbst Fertigfabrikate aus dem Auslande bezogen werden mußten.

Nicht nur die Handelsbilanz, sondern selbst die Zahlungsbilanz schloß 1936 mit einem Fehlbetrag von 19 Mill. £. Der Großhandelsindex des Board of Trade weist von November 1935 bis November 1936 eine Preissteigerung von 88,9 auf 98,3 auf. Sie setzte sich 1937 weiter fort. Seit Mitte 1937 beginnen daher die Anzeichen des Abschwunges: die privaten Plazierungen verlangsamen sich, die Käufe der Konsumenten gehen zurück. Verstärkt wurde dieser Abschwung dadurch, daß der Staat die in Angriff genommene Wiederaufrüstung in dieser Zeit hauptsächlich durch erhöhte Steuern deckte. Die Aktivität der anderen Industrien verminderte sich daher zugunsten der Rüstungsindustrien, während sich das Einkommen der Konsumenten durch die wachsenden Steuern, ihre Kaufkraft durch die wachsenden Preise verminderte.

Besonders charakteristisch für diese Depression ist der Umstand, daß der Umschwung der Konjunktur nicht durch Versteifung des Geldmarktes bedingt ist. Die Bank von England denkt nicht daran, Restriktionsmaßnahmen zu treffen. Das kann sie schon darum nicht, weil sonst die Verteidigungsanleihen nicht plaziert werden könnten.

Hat doch der Staat gerade 1937 ein fünfjähriges Rüstungsprogramm von mindestens 1500 Mill. £ veröffentlicht. Im übrigen hielt die Bankpolitik der meisten Länder, die gleichfalls seit Mitte 1937 in ein Depressionsstadium traten, ein großes Geldangebot zu billigem Zins aufrecht. Von 38 Ländern haben sich nur in 5 Ländern die Notenzirkulation und die Bankendepositen im Jahr 1937 verringert[31].

Die Depression des Jahres 1937 war scheinbar von kurzer Dauer. Um die Jahresmitte 1938 begann sich die wirtschaftliche Aktivität in vielen Ländern und auch in England wieder zu heben, und zwar bis in die ersten Monate des Jahres 1939 hinein. Aber dieser Aufschwwung ist lediglich der fieberhaft betriebenen Aufrüstung zu danken, nicht der largen und billigen Geldpolitik[32]. Der Staat wurde zum größten Investor, ohne daß Rentabilitätsrücksichten überhaupt noch eine Rolle spielten. Seit Mitte 1938 begann sich bereits die Scheinkonjunktur des Krieges abzuzeichnen.

Zum besseren Verständnis der geschilderten Tätigkeit der englischen Notenbank sei noch die Rolle des Währungsausgleichsfonds (the Exchange Equalisation Account) näher umschrieben[33]. Dieser Fonds entstand im Juni 1932 mit dem Zwecke, die kurzfristigen Schwankungen des Pfundkurses zu verhindern und für eine stetigere Kursbildung desselben zu sorgen. Die Notenbank sollte dadurch, von dieser Aufgabe entlastet, sich der inneren Kreditpolitik widmen können. Sein Operationsfonds bestand fast ausschließlich aus Schatzwechseln (150 Millionen £ Schatzwechsel und 25 Mill. £ Dollardevisen, 1933 und 1937 weitere je 200 Mill. £ Schatzwechsel, zusammen somit 575 Mill. £).

Die Interventionen des Account beruhen darauf, daß er bei Steigen des Pfundkurses einen der Devisenmarktlage entsprechenden Betrag seiner Schatzwechsel am offenen Markt abgibt und mit dem Erlös Gold oder Devisen kauft. Tritt eine Kursschwächung des Pfundes ein, so gibt er von seinen Gold-, bzw. Devisenbeständen eine entsprechende Summe ab, die er wieder für den Ankauf von Schatzwechseln verwendet. Der Mechanismus des englischen Accounts ist

---

[31] Vgl. Société des Nations, Monnaies et Banques 1938/39, I, S. 41 und Tab. S. 42.

[32] Société des Nations, Monnaies et Banques 1938/39, I, S. 43.

[33] Vgl. Hall, The Exchange Equalisation Account, London 1935; Bank-Archiv 36, S. 36 ff.; Schickhaus, Währungsausgleichsfonds, Rostock 1938, S. 9 ff. Sarow, Offenmarktpolitik zur Konjunkturregelung, München 1937, S. 37.

somit seinem Wesen nach eine Verbindung von Devisenpolitik und offener Marktpolitik.

Mit seinem ursprünglichen Devisenbestand von 25 Mill. £ konnte der Ausgleichsfonds zunächst keine wirksame Kursstützung vornehmen. Dank der günstigen Gestaltung der Zahlungsbilanz und des Kapitalrückflusses nach London anfangs 1933 sammelte er aber in den nächsten Jahren einen hinreichenden Gold- und Devisenbestand an. Er hat sogar von seinem Ueberfluß mehr als 70 Mill. £ Gold an die Notenbank abgetreten. Für die uns hier interessierende innere Kreditpolitik sind aber nicht diese währungspolitischen, meist blockartigen Goldabgaben des Ausgleichsfonds an die Notenbank zu seiner Entlastung von der Goldüberfülle interessant, sondern die meist sukzessiven Goldübertragungen, die der Bank von England die Steuerung des inneren Kreditmarktes erleichtern.

Solche Goldabgaben dienen dazu, den Kreditspielraum der Bank von England um den Betrag des überlassenen Goldes zu erhöhen, ohne das fiduziäre Notenkontingent verändern zu müssen.

Der Vorgang spielt sich schematisch folgendermaßen ab: die Notenbank kauft vom Account Gold zunächst auf Kredit, um in gleicher Höhe das Recht zur Erhöhung der Notenemission zu erlangen. Mit diesen Noten kauft sie auf offenem Markte Schatzwechsel und vergrößert damit die Kassenliquidität der Kreditbanken. Die angekauften Schatzwechsel gibt sie dem Account als Gegenwert für das bei ihm angekaufte Gold.

Solche Operationen nahm die Notenbank in Verfolgung ihrer Politik billigen Geldes in der Periode bis 1937 vielfach vor. Schon 1932 vergrößerte die Bank von England ihren Goldbestand aus dem Ausgleichsfonds von April bis November um ungefähr 10 Mill. £ und führte die den Kreditmarkt verflüssigenden Maßnahmen auf Grundlage einer erhöhten Golddeckung durch. Soweit man aus den Banknachweisen es überhaupt verfolgen kann — die Transaktionen des Account sind im Prinzip geheim — wurden 1933 und 1936 wieder Goldbeträge an die Bank von England gegen Staatspapiere abgegeben, im Jahre 1936 sogar 65 Mill. £. In diesem Jahre genügte diese Goldabgabe aber nicht und die Notenbank mußte auch noch ihr Kontingent senken, um ihren Kreditspielraum zu erweitern. Am 11. Mai 1937 übernahm die Notenbank vom Account 5 Mill. £ Gold, ebenso am 23. Juni des gleichen Jahres. Diese kleineren Goldübertragungen sind aber als saisonbedingt (Reisezeit usw.) zu betrachten.

Dank der Goldschleuse des Account kann die Bank von England angekaufte Staatspapiere wieder abstoßen, ohne den Kreditmarkt zu

verknappen, soweit der Account über genügend Gold verfügt. Braucht dann der Ausgleichsfonds wieder Gold zu währungspolitischen Zwekken, z. B. bei großen Goldabzügen, und hat er nicht genügend zur Verfügung, so kann er die Goldübertragungen soweit als nötig wieder rückgängig machen. Die Notenbank braucht deshalb noch nicht den Kreditmarkt zu verknappen. Sie hat ja noch das weitere Mittel zur Hand, den fiduziären Umlauf entsprechend zu erhöhen, was der Schatzkanzler im Dezember 1936 als temporäre Maßnahme für zulässig erklärt hat. Aus psychologischen Gründen wird aber die Notenbank, soweit möglich, die Hereinnahme von Gold aus dem Währungsfonds vorziehen.

Aeußere Währungspolitik und innere Kreditpolitik werden in der Weise durch die Zusammenarbeit von Notenbank und Ausgleichsfonds gleichzeitig berücksichtigt.

5. Würdigung.

Es hat sich gezeigt, daß die Bank von England seit der Loslösung vom Goldstandard ihre autonome Kreditpolitik in den Dienst der Zinsverbilligung gestellt hat, indem sie nicht nur den offiziellen Diskont all die Jahre hindurch unentwegt auf 2 % stabil hielt, sondern auch den Privatdiskont und den Kapitalmarktzins mit Hilfe von Offenmarktoperationen auf ein möglichst tiefes Niveau herabdrückte. Die Diskontherabsetzung und Stabilhaltung des tiefen Satzes ist dabei als die eine Hauptaktion zu werten, die O.M.P. als die andere, nicht etwa als bloße Nebenaktion. Dies schon deshalb nicht, weil dabei durch ein Zusammenwirken von Notenbank und Währungsausgleichsfonds zugleich neue Formen der Währungspolitik entwickelt wurden, auf die wir freilich hier nicht näher eingehen können. Im wesentlichen ist durch den Diskont die Kapitalverbilligung, durch die O.M.P. die K a p i t a l e x p a n s i o n bewirkt worden, ein Unterschied, auf den in der Literatur zu wenig aufmerksam gemacht wird.

Seit dieser Tätigkeit der Notenbank ist in England ein Konjunkturaufschwung eingetreten, wie er in der dargelegten ungewöhnlichen Steigerung der Geschäftsaktivität zum Ausdruck kam. Die Frage ist nur, ob die Kreditpolitik der Notenbank, insbesondere die O.M.P., für diesen Aufschwung k a u s a l war.

Die Theorie des billigen Zinses fußt auf der Erkenntnis, daß die Kapitalkosten einen Teil der Produktionskosten darstellen, daher mit

der Senkung des Zinses die Gestehungskosten und in der Folge auch die Preise fallen. Die tieferen Preise machen wieder neue Bevölkerungsschichten konsumfähig, wodurch ein vermehrter Absatz und ein Aufschwung der Wirtschaft erreicht wird.

So einfach ist aber die Sache durchaus nicht. Der Anteil der Kapitalkosten, also des Zinses, am Fertigprodukt ist bei kapitalintensiven Industrien größer als bei arbeitsintensiven (wie z. B. Spinnereien, Webereien). Besonders bei Englands typischen Exportindustrien ist also der Einfluß der Kapitalkosten auf die Gestehungskosten zu gering, um weitere Käuferschichten zu Abnehmern zu machen, dies besonders nicht, wenn man das Verhältnis der Zinssenkung zu den Zöllen und Währungsmaßnahmen berücksichtigt. Billiges Kapital beeinflußt hier nur sehr wenig die Konkurrenzfähigkeit im Ausland.

Aber selbst bei manchen kapitalintensiven Industrien, z. B. beim Wohnungsbau, ist es nicht die Zinsverbilligung, welche die Nachfrage schafft. Die Bautätigkeit ist gerade in England schon vor der Verbilligung der Zinssätze in Schwung gekommen. Wir können auch ein sprechendes Zahlenbeispiel heranziehen:

Im Jahre 1929 hat bei einer Bankrate von 6½ % der Gesamtbetrag der bankmäßigen Wirtschaftskredite 991 Mill. £ betragen, 1937 bei einer Bankrate von 2 % nur 954 Mill. £.

Die Praktiker des Mac Millan Committee (1931) haben denn auch in ihren Voten den Einfluß der Zinsverbilligung auf die Gestehungskosten gering eingeschlagen. Wenn man aber meinen sollte, daß private Bankdirektoren an einem niedrigen Zins nicht gerade interessiert sind, so fällt doch das Votum des Gouverneurs der Bank von England (M. C. Norman) ins Gewicht, das sich im gleichen Sinne ausspricht.

Ueber die Kapitalexpansion spricht sich der Berater der Bank von England, Prof. Clay, dahin aus, daß eine Kapitalverbilligung einen kleinen Beitrag zur Kostensenkung liefere, daß aber weder eine Kapitalverbilligung noch eine Kapitalexpansion die dominierenden Faktoren des Aufschwunges seien[34].

Aber wir finden auch Beispiele in der hier betrachteten Konjunkturperiode:

Die Bank von England hat die Depositen der Clearingbanken zwischen November 1931 und November 1933 um 222 Mill. £ hinaufge-

[34] Vgl. Committee of Industry and Trade, Minutes of Evidence, 1931. (Voten des Direktors der Barchays Bank, Fragen 682 ff., der Lloyds Bank, Fragen 2162 ff., der Westminster Bank, Fragen 2429 ff., M. C. Normans Fragen 3328, Prof. Clays, Fragen 8721 ff.)

trieben, somit um soviel mehr potentielle Kaufkraft geschaffen. Trotzdem fiel der Clearingsatz von 103,6 auf 90,6 Mill. £, was auf eine Abnahme der tatsächlich verwendeten Kaufkraft deutet[35].

Kapitalexpansion schafft somit selbst in Verbindung mit sehr niedrigem Zins keine effektive Kaufkraft. Da die englische O.M.P. sich in der betrachteten Periode dem Dienste der Kapitalexpansion gewidmet hat, so können wir sie hier auch nur von diesem Gesichtspunkte aus beurteilen. Ihre Wirkungen in dieser Richtung auf den englischen Aufschwung mögen begünstigend gewesen sein, kausal waren sie nicht. Das hat sich auch 1937 gezeigt, da der Abschwung trotz anhaltender Kapitalexpansion und Kapitalverbilligung keineswegs vermieden wurde, ebensowenig wie die Besserung des Jahres 1938/39 auf das Konto der Kreditpolitik zu setzen ist.

Die Bedeutung der O.M.P. kann also am Beispiel Englands zunächst nur für den Uebergang von der Krise zum Aufschwung allein beurteilt werden, da die Jahre 1932—37 keine volle Konjunkturperiode umfassen und die weiteren 2 Jahre bis zum neuen Kriege im wesentlichen bereits durch die Umstellung auf die Kriegswirtschaft gekennzeichnet sind. Sodann kann die Wirkung der O.M.P. im Zeitraum 1932—37 nur darin erblickt werden, daß sie die Hindernisse für das Wiederaufleben der wirtschaftlichen Aktivität lediglich insoweit sie in ungenügendem Kapitalangebot gelegen sein mochten, beseitigen half.

Sie war insbesondere auf dem Geldmarkt maßgebender Faktor für die Bildung des Privatdiskonts. Auf dem Kapitalmarkt drückte die O.M.P. die Rendite und hob kräftig die Rentenkurse, wodurch sie zur Schrittmacherin der größten Konversion aller Zeiten geworden ist. Damit hat sie aber eine völlige Umgestaltung der Kreditlage geschaffen, was unter anderem in einer breiten Welle verbilligter Konversionen und Neuemissionen auch industrieller Unternehmungen zum Ausdruck gekommen ist.

Daß aber die Vermehrung des Notenumlaufs durch die Titelkäufe der Notenbank nicht inflatorisch, insbesondere nicht preissteigernd gewirkt hat, ist kein Verdienst der O.M.P., sondern lag in Umständen, die diese Politik ohne Hinzutun der Notenbank begünstigt hat, vor allem darin, daß die Notenvermehrung nur die stark vom Auslande gehamsterten Noten ersetzte.

Des weiteren hätte die Banknotenvermehrung eine Erschütterung

---

[35] The Economist (Banking Supplement) v. 18. 5. 1935.

der Währung zur Folge haben können, wenn nicht durch die Schaffung des Ausgleichsfonds Währungsregulierung und innere Kreditpolitik aufeinander hätten abgestimmt werden können. Aber auch diese Abstimmung konnte nur dadurch gelingen, daß der Ausgleichsfonds dank der Gestaltung der Zahlungsbilanz im Laufe der Aufschwungsperiode einen hinreichenden Gold- und Devisenbestand angesammelt hat[36]. Auch dieser begünstigende Umstand wurde nicht durch die O.M.P. geschaffen.

Schließlich lernen wir am englischen Beispiel nicht die Kehrseite der O.M.P. kennen, die Effektenverkäufe der Notenbank, da der Ausgleichsfonds in der Aufschwungsperiode stark genug war, um der Notenbank ihre Effekten gegen Gold abzunehmen.

---

[36] Vgl. Schickhaus, Währungsaugleichsfonds, Rostock 1938, S. 17.

Kapitel IV.

DIE OFFENMARKTPOLITIK DER DEUTSCHEN REICHSBANK.

1. Die Stellung der deutschen Reichsbank vor und nach der Bankreform.

Die deutsche Reichsbank ist in den Siebzigerjahren als eine Bank organisiert worden, die wichtige volkswirtschaftliche Aufgaben zu erfüllen hat. Insbesondere ist ihr die Sorge für die Stabilität der Wechselkurse übertragen worden. Sie verfügte zu diesem Zwecke über die zentrale Goldreserve. Was das Kreditgeschäft betrifft, wurde durch das Reichsbankgesetz der Diskont von Handelswechseln besonders bevorzugt. Daneben spielte auch noch das Lombardgeschäft eine gewisse Rolle[1]. Wechsel kann die Reichsbank direkt diskontieren und hat auch dieses Direktgeschäft immer besonders gepflegt. In der Hauptsache aber wirkte sie als Rediskonteur, indem sie Wechsel, die von den Kreditbanken diskontiert wurden, zum Wiederdiskont annahm.

Damit rückte sie in einem anderen Sinne als die Bank von England zur »Bank der Banken« auf. Das charakteristische an der Kreditpolitik der Reichsbank bis 1931 war im Gegensatz zur Bank von England, daß sie für die Kontrolle des Kreditvolumens nur auf den Diskontsatz allein angewiesen war. Zu O.M.Operationen war sie gesetzlich nicht befugt. Trotzdem fehlte es nicht an gelegentlichen Versuchen dieser Art, die aber in Wirklichkeit nur die Bedeutung von Sondierungen hatten.

Bestand in der Vorkriegszeit (vor 1914) zwischen Privat- und Banksatz eine größere Spannung, die einen erheblichen Teil des direkten Wechselgeschäftes der Reichsbank zu entziehen drohte, so prüfte ihre Leitung, bevor sie eine Diskontänderung vornahm, häufig erst die Verhältnisse auf dem Markte, indem sie mehrere Tage hintereinander größere Posten Schatzscheine zum Diskont anbot. Wurde durch

[1] Auch das Bankgesetz von 1924 behandelte das Wechseldiskontgeschäft als das gegebene Aktivgeschäft der Notenbank.

die Aufnahme dieser Papiere der Privatsatz nicht oder nicht in erwünschtem Maße beeinflußt, so trat die Reichsbank der Frage einer Diskontherabsetzung näher. Wurde hingegen durch die Abgabe dieser Effekten der Geldmarkt soweit versteift, daß sich der Privatsatz erhöhte und wieder dem offiziellen Notenbanksatz näherte, so konnte die Reichsbank auf einen entsprechenden Zufluß von Wechseln zum Diskont rechnen, wodurch die Fühlung mit dem Markte ohne Diskontänderung wieder hergestellt war[2].

Die deutsche Bankverfassung gestaltete die Diskontpolitik besonders schwierig[3]. Die Kreditbanken beschritten wie sonstwo den Rediskontweg zur Reichsbank nur, wenn der Diskontsatz günstiger als der Marktsatz war. Für die Bank von England genügte nun, den Marktsatz mit ihrem Diskontsatz zu vergleichen. Für die Reichsbank war aber der Satz für tägliches Geld kein verläßlicher Führer, weil die Beschaffung von täglichem Geld seitens einer Bank und die Beschaffung von Geld im Rediskontwege in ihren Sätzen nicht unbedingt vergleichbar waren, und zwar wegen der verschiedenen Dauer des Kredites im Zusammenhang mit den Erwartungen über die künftige Zinsgestaltung.

Es konnte für eine Kreditbank vorteilhafter sein, für tägliches Geld einen höheren Satz zu zahlen als der Diskontsatz stand, wenn zu erwarten war, daß dieser höhere Satz in kurzem unter den Diskontsatz sinken würde (z. B. vor Ultimo). In diesem Falle brauchte man den Diskontsatz nicht über den Marktsatz zu setzen, um den Markt von der Reichsbank abzuhalten. Umgekehrt konnte es vorteilhaft sein, sich im Rediskontwege Geld zu besorgen, obschon der Diskontsatz über dem Marktsatz stand, wenn demnächst eine Diskonterhöhung zu erwarten war.

Noch weniger war der Satz für Monatsgeld ein zuverlässiger Führer, da schon die Festlegung auf einen Monat andere Bedingungen nach sich zieht. Die Diskontpolitik konnte schon deshalb nicht jede Beanspruchung der Reichsbank abwehren, da auch andere Bankfirmen bei ihr direkt diskontierten, selbst wenn der Diskontsatz über dem Marktsatz stand. Bei den Kreditbanken hatten diese Firmen nämlich außer dem Zins auch noch Provisionen zu zahlen, die insgesamt den Kredit letztlich teurer machten als bei der Reichsbank.

Diese so schwierig zu handhabende Diskontpolitik hatte überdies

---

[2] Obst, Bankgeschäft II, S. 259.

[3] Vgl. zu folgendem Lehmann, Der Mechanismus d. deutschen Geldmarktes (Festschrift f. Schmalenbach 1933); Stucken: Deutsche Geld- und Kreditpolitik S. 107 ff.; Lutz, Die Grundprobleme der Geldverfassung S. 59 ff.

auf die Konjunkturphasen nur geringe Wirkungen. Die Machtlosigkeit der Reichsbank in der Depression, da noch so niedriger Zins nicht zu Investitionen lockte, setzte sich bis in den Aufschwung hinein fort. Je mehr nämlich die Konjunktur fortschreitet, umso weniger abschreckend wirken Diskonterhöhungen. Bei den Preissteigerungen der nahenden Hochkonjunktur spielen 1—2 % höhere Zinsen kaum noch eine Rolle mehr. Ging aber die Reichsbank zu rigorosen Zinssteigerungen vor, so wurden billigere Auslandkredite auf den Plan gerufen.

Dazu kommt, daß der Reichsbank gleichfalls im Gegensatz zur Bank von England eine Kreditkontrolle über die anderen Banken vollständig fehlte. In Deutschland war die Barliquidität der Großbanken schon vor 1914 niedriger als 8 %. In der Nachkriegszeit sank sie unter 4, oft sogar unter 2 %. Nehmen wir 3 % als durchschnittlichen Reservesatz, so konnten die deutschen Banken auf jedem Zufluß von Gold oder Notengeld eine über dreißigfache Kreditexpansion aufbauen. Mit so geringen Kassenproportionen glaubten sie auskommen zu können, weil sie jederzeit bei der Reichsbank rediskontieren konnten und die Wechsel so gut wie Kassa rechneten. Sie legten sich daher im Gegensatz zu den englischen Banken mit ihrem traditionellen 10 % Reservesatz keinerlei Bindungen in dieser Richtung auf und konnten weitgehend Kredit schaffen, ohne durch die Reichsbank an ihrem oft schwindelnden Aufbau gehindert zu werden.

Die großen Gefahren dieses Systems kamen freilich erst in der späteren Nachkriegszeit, insbesondere nach Ausbruch der Weltkrise zur Auswirkung. Schon 1929 machten sich durch das Ausbleiben der Auslandgelder und den Niedergang der Konjunktur Liquiditätsschwierigkeiten im deutschen Banksystem geltend. 1931 kam es zur akuten Kreditkrise. Die Darmstädter- und Nationalbank schloß ihre Schalter. Ein allgemeiner Run auf die Banken war die Folge, der sich auch nicht dadurch aufhalten ließ, daß das Reich die Ausfallbürgschaft für die Kreditoren und Akzepte der Darmstädter- und Nationalbank übernahm. In Kürze mußte das ganze Kreditbankwesen einschließlich der Sparkassen zum Opfer fallen.

In diesem kritischen Augenblicke griff die Regierung mit allgemeiner Bankschließung ein (Erklärung von Bankfeiertagen). Auch nach diesen Bankfeiertagen wurde die Auszahlung gesetzlich beschränkt. Im weiteren Verlaufe (seit 1. Aug. 1931) wurde die Kapitalflucht durch eine straffe Devisenbeschaffung verhindert, kurzfristige Auslandkredite wurden durch Stillhalteabkommen gebunden.

Der größte Teil der formell kurzfristigen Auslandkredite fror dadurch ein.

Die Reichsbank als einzige Liquiditätsreserve mußte die Lücken, die infolge Notenhortungen von fast einer Milliarde in die Zirkulation gerissen wurden, ausfüllen und den bedrohten Kreditinstituten zu Hilfe eilen. Diese verfügten wohl über große Bestände von Wertpapieren, aber die Börsen waren geschlossen und die Kurse über die Hälfte gesunken. Der Reichsbank verbot das Bankgesetz vom 30. August 1924 Wertpapiere als sekundäre Notendeckung. Sie konnte also umso weniger helfen, als auch der Erwerb von Wertpapieren ihr nur insoweit gestattet war, »als es zur Aufrechterhaltung des eigenen Kundengeschäftes« erforderlich ist. Im übrigen hätte die Reichsbank mindestens für 3 Milliarden RM. Wertpapiere kaufen müssen, was wohl über den Arbeitskreis einer Notenbank weit hinausgeht.

Man half sich mit einer Hilfskonstruktion und gründete die Aktzeptbank, auf welche die Banken und Sparkassen Finanzwechsel zogen, die diese bei der Reichsbank in der Höhe von 1,5 Milliarden RM. rediskontierte[4]. Hätte die Reichsbank damals schon Offenmarktkäufe tätigen dürfen, so hätte sie durch die Kurspflege den Rentenmarkt gestützt und die Kurse gehalten, was weitgehend zur Marktberuhigung beigetragen hätte.

So ging denn die Reichsbank mit einem auf Milliarden RM. aufgebauschten Wechselbestand, insbesondere von illiquiden Finanzwechseln, und mit dem größten Geldumlauf seit der Stabilisierung aus der Krise hervor, während ihre Deckungsbestände zusammengeschmolzen waren. Damit konnte sie die krisenpolitischen Aufgaben nicht durchführen. Von Anfang 1932 bis März 1933 nahmen die Deckungsvorräte der Reichsbank weiter ab (von 1230 auf 909 Millionen RM).

In dieser Lage erging am 27. Oktober 1933 die Bankgesetznovelle, der am 5. Dezember 1934 das Reichsgesetz über das Kreditwesen folgte. Mit dieser neuen Bankgesetzgebung wurden in die ganze Bankverfassung grundlegende Aenderungen gebracht. Auf dem Gebiete des Notenbankwesens wurden als reguläres kreditpolitisches Mittel die Offenmarktoperation der Reichsbank gesetzlich festgelegt, indem ihr das Recht eingeräumt wurde, alle nach § 23 Ziff. 3 »b« und »c« des Bankgesetzes von 1924 lombardfähigen inländischen Wertpapiere zu kaufen und zu verkaufen, sowie diese Papiere und die auf Grund von Lombardierungen erteilten täglich fäl-

[4] Hasse, Untersuchung des Bankwesens, 1933, I/2, S. 85 ff.

lig werdenden Kredite in die bankmäßige Notendeckung einzubeziehen.

Es handelt sich hauptsächlich um folgende Papiere: Reichsbankaktien und -obligationen, Pfandbriefe von Bodenkreditanstalten und Hypothekenbanken, Inhaberschuldverschreibungen dieser Institute, Inhaberschuldverschreibungen des Reiches, eines Landes oder kommunaler Körperschaften, die spätestens binnen Jahresfrist fällig sind, Inhaberschuldverschreibungen des Reiches, eines Landes oder kommunaler Körperschaften, deren Zinsen vom Reich oder von einem Lande garantiert sind.

Dadurch wurde die Kurspflege der genannten Papiere gesichert und zugleich den Kreditbanken die Möglichkeit eröffnet, langfristige festverzinsliche Wertpapiere als Anlage zu erwerben, da ihre Verwertung bei der Reichsbank, sei es durch Verkauf oder Beleihung, in größerem Umfange möglich geworden war und die Wertpapieranlage damit eine erhöhte Liquidität gewonnen hatte.

Mit dem Reichsgesetz über das Kreditwesen wurde schließlich für die Diskontpolitik und die Offenmarktoperationen der Reichsbank eine neue Grundlage geschaffen, indem die Kreditschöpfung der Banken einer Aufsicht unterstellt und dieser die Befugnis eingeräumt wurde, die Mindest-Barreservesätze zu normieren. Die einheitliche staatliche Aufsicht wurde dem mit weittragenden Befugnissen ausgestatteten Aufsichtsamt für das Kreditwesen und dem Reichskommissar unterstellt (§§ 30 und 33). Dieses Amt bestimmt insbesondere die Höhe der Barreserve für die Kreditinstitute in einem Prozentsatz ihrer Verpflichtungen, der aber 10 % nicht übersteigen darf (§ 16)[5].

Ueber die Barreserve hinaus haben die Kreditanstalten einen vom Aufsichtsamt festzusetzenden Hundertsatz ihrer Verpflichtungen in relativ liquider Form anzulegen (Liquiditätsreserve zweiten Grades). Dieser vom Aufsichtsamt festzusetzende Hundertsatz darf 30 % nicht übersteigen. Selbst für den Besitz relativ illiquider Anlagen (Grundstücke, dauernde Beteiligungen usw.) ist eine obere Grenze gezogen (§ 17).

Diese Anordnungen zeigen deutlich, daß man sich im wesentlichen die englische Kreditkontrollmethode zum Muster genommen hat. Nur tritt hier staatliche Reglementierung an Stelle der dortigen ungeschriebenen Tradition.

---

[5] Die Festlegung einer höheren Barreserve ist nicht gelungen. Noch 1937 betrug die Barreserve der Kreditbanken ca. 3 %.

Mit dem Inkrafttreten dieser neuen Gesetzgebung beginnt in Deutschland die Aera der O.M.P.

2. Die staatliche Wirtschaftslenkung.

In der deutschen Literatur über die Geld- und Kreditpolitik des Dritten Reiches wird viel zu wenig Gewicht darauf gelegt, daß die Volkswirtschaft, in welcher diese Politik zur Geltung gebracht wird, keine freie Verkehrswirtschaft ist, wie die englische, sondern eine weitgehend gebundene Wirtschaft, und zwar nach innen durch die durchgreifende staatliche Wirtschaftslenkung auf allen Gebieten, nach außen durch die isolierende Zwangsdevisenbewirtschaftung.

Es ist daher zum Verständnis und zur Würdigung auch der O.M.P. der deutschen Reichsbank unumgänglich, ein kurz umrissenes Bild dieser autoritären Wirtschaftspolitik als Ausgangspunkt zu nehmen[6].

Mit der Machtübernahme durch den Nationalsozialismus und der Bildung einer starken Zentralgewalt wurde eine staatliche Wirtschaftsplanung in der Form des ersten (1933—36) und zweiten Vierjahresplanes (1937—41) aufgestellt und im Sinne des Führerprinzips ein mit weitgehenden Vollmachten ausgestatteter Wirtschaftsbeauftragter zur Durchführung dieser Pläne bestellt. Seit 1938 trägt dieser Beauftragte den Titel »Generalbevollmächtigter für die Wirtschaft«. Ohne im Prinzip die Privatinitiative auszuschalten, wurde dergestalt eine autoritäre zentralistische Wirtschaftslenkung eingesetzt. Wie diese Wirtschaftslenkung sich geltend macht, ergibt sich aus folgendem:

Zur Durchführung des zweiten Vierjahresplans bestellt die Reichsregierung einen Reichskommissar für die Preisbildung, dem »die Ueberwachung der Preisbildung für Güter und Leistungen jeder Art« obliegt. Es wurde zunächst ein Preisstop (Verbot jeder Preiserhöhung) erlassen, von dem nur der Preiskommissar für jeden einzelnen Fall Abweichungen bewilligen kann. Für die Leistungen an öffentliche Auftraggeber ist sogar eine Preisermittlung auf Grund der Selbstkosten vorgeschrieben, für welche ganz spezifische Leitsätze und Kalkulationsgrundlagen aufgestellt wurden. Dem Reichskommissar unterstehen dezentralisierte Preisbil-

[6] Vgl. dazu Siebert, Die neuen Wege in der deutschen Wirtschaft, München 1938; A. Weber, Volkswirtschaftspolitik, Berlin 1940, S. 11 ff. und dort zit. Literatur.

dungsstellen, außerdem Preisüberwachungsstellen für die Marktktontrolle. Eine »kaum noch zu übersehende Fülle von Gesetzen und Verordnungen dient der Preisregelung und Preisüberwachung«[7].

Neben die Beeinflussung der Preisbildung tritt die Beeinflussung der Einkommensbildung, insbesondere von Lohn, Zins, Unternehmergewinn und Renten. Träger der staatlichen Lohnbestimmung sind die »Reichstreuhänder der Arbeit«, welche in ihren Tarifverordnungen sowohl Mindestlöhne als (seit 1938) auch Höchstlöhne festsetzen. Vereinzelt greift der Staat auch unmittelbar ein.

Die Zinsbildung wurde zunächst durch einzelne Maßnahmen, später (1935) durch das Gesetz über die Durchführung einer Zinsermäßigung bei den Kreditanstalten und das Gesetz über die Zinsermäßigung bei öffentlichen Anleihen zwingend beeinflußt.

Was die Unternehmergewinne und -Renten betrifft, wird vor allem gegen Konjunkturgewinne eingegriffen.

In der Landwirtschaft wurden die Erbhöfe geschaffen (1933), die ungeteilt auf einen einzigen Erben übergehen, ohne Verpflichtung, die übrigen Erben abzufinden. Ferner wurden zur Preisgestaltung für Bodenprodukte öffentlichrechtliche Marktverbände unter Oberaufsicht des Reiches organisiert.

Die industriellen Unternehmer wurden zu öffentlichrechtlichen Selbstverwaltungskörpern zusammengeschlossen, die nach dem Führerprinzip organisiert und unter Beteiligung staatlicher Generalbevollmächtigter geleitet werden.

Auch die Arbeiterschaft wurde zu einer Körperschaft des öffentlichen Rechts (Deutsche Arbeitsfront) zusammengeschlossen. Die Führung hat der Reichsorganisationsleiter der nationalsozialistischen deutschen Arbeiterpartei (N.S.D.A.P.). Das Gesetz zur Ordnung der nationalen Arbeit (A.O.G.) vom 20. Januar 1934 bildet aus den Arbeitern und dem Arbeitgeber in jedem Unternehmen eine Betriebsgemeinschaft. Der Unternehmer ist der Führer dieser Gemeinschaft. Aussperrungen und Streiks sind untersagt. Die Freiheit des Arbeitsvertrages ist weitgehend beschränkt durch Kündigungssperren (Kündigung ohne gegenseitiges Einverständnis nur mit Zustimmung des Arbeitsamtes zulässig) und Einstellungssperren (Einstellungen gleichfalls nur mit Zustimmung des Arbeitsamtes).

Für Landarbeiter wurden 1934 und 1935 Abwanderungsverbote aus-

---

[7] Weber, Volkswirtschaftspolitik, Berlin 1940, S. 26.

gesprochen. Im Jahre 1939 wurde diese Sperre der Freizügigkeit auch für gewerbliche und industrielle Arbeiter auf dem Lande verhängt.

Zu dieser weitgehend gebundenen inneren Wirtschaft bildet ein Seitenstück die das Reich vom Ausland isolierende Devisenbewirtschaftung[8]. Diese geht schon auf 1931 zurück. Sie war damals zunächst darauf gerichtet, die Zurückziehung von Auslandkrediten und die Kapitalflucht zu verhindern. Die Wareneinfuhr wurde noch nicht wesentlich gehemmt und für die Zinsen von Auslandkrediten wurden noch Devisen regelmäßig zur Verfügung gestellt. Mit dem Gesetz vom 9. Juni 1933 wurde auch der Transfer von Vermögenserträgnissen ausländischer Gläubiger Beschränkungen unterworfen und im Sommer des gleichen Jahres der Bartransfer völlig eingestellt, sodann auch die Wareneinfuhr schärferen Beschränkungen unterworfen und einem neuen Genehmigungsverfahren unterstellt. Die Erteilung von Devisengenehmigungen für die gesamte Einfuhr wurde einer Reihe von Ueberwachungsstellen übertragen, die ihre Weisungen unmittelbar von der Reichsstelle für Devisenbewirtschaftung erhalten.

Die Abwicklung von Forderungen und Zahlungsverpflichtungen zwischen Deutschland und andern Ländern wurde durch besondere Verrechnungsabkommen in bestimmte Formen gelenkt. Grundsätzlich hat darnach der Inländer, der eine behördlich zugelassene Zahlung ans Ausland zu leisten hat, diese in inländischem Gelde an eine inländische »Verrechnungsstelle« abzuführen. Der Ausländer hat Zahlungen an Deutschland im Geld seines Landes an die Verrechnungsstelle seines Landes abzuführen. Die staatlichen Verrechnungsstellen besorgen dann nach einem festgelegten Umrechnungsverhältnis das weitere Verfahren.

Diese Devisenbewirtschaftung trat in Deutschland an Stelle der Abwertung, die man angesichts der wirtschaftlichen Lage des Reiches für kein geeignetes Mittel hielt, der Devisenschwierigkeiten Herr zu werden.

3. Die neue Kreditpolitik der Reichsbank.

Während in England die Notenbank nach Lösung ihrer Bindung an den Goldstandard ihre Kreditpolitik im wesentlichen auf die Vor-

[8] Vgl. Brambach, Die neue deutsche Devisengesetzgebung, Berlin 1936 und Bank-Archiv Bd. 32, S. 199 ff.

bereitung und Durchführung der Zinsverbilligung einstellte, lagen die Verhältnisse in Deutschland anders. Hier trat nach völligem Zusammenbruch der Privatinitiative in der Krise mit den beiden Vierjahresplänen der Staat in den Vordergrund. Er übernahm die absolute Führung in der Investitionstätigkeit, um den brachliegenden Produktionsapparat und die auf 6 Millionen angewachsene Reservearmee der Arbeitslosen wieder der Produktion zuzuführen. Der Staat trat hiermit als größter Investor auf den Plan.

Betrachten wir die Zusammensetzung der in den Aufbaujahren 1933—37 vorgenommenen Investitionen, die auf 55 Milliarden RM. geschätzt werden[9], so entfallen auf die Gruppe »Oeffentliche Verwaltung« einschließlich Verkehr, Kanal- und Straßenbau allein mehr als 29 Milliarden, also über 50 % der Gesamtinvestitionen. Aber auch in den Investitionen der übrigen Gruppen, vor allem in der Industrie, in der Elektrizitäts-, Gas-, Wasserversorgung, in der Wohnungswirtschaft steckt viel staatliche Initiative. Allein in der Bauwirtschaft waren 1937 die öffentlichen Aufträge mit rund 60 % beteiligt.

Es liegt auf der Hand, daß eine solche Struktur der Investitionen erhebliche Umwälzungen im Kreditbedarf nach sich ziehen muß. Er ist überwiegend ein öffentlicher Kreditbedarf, insbesondere derjenige des Reiches.

Da die Produktionsankurbelung und Arbeitsbeschaffung durch den Staat ohne Verdrängung der privaten Wirtschaft erfolgen sollte, konnte eine Finanzierung aus Steuern oder am offenen Kapitalmarkt durch aufgelegte Anleihen wenigstens im Anfangsstadium noch nicht in Betracht kommen. Darum mußte zunächst die Hilfe der Reichsbank in Anspruch genommen werden. Diese Hilfe war eine direkte und eine indirekte. Direkt war sie durch die von der Reichsbank unmittelbar aufgenommenen Arbeitswechsel, indirekt durch Rediskontierung von Wechseln, welche die Lieferanten auf die öffentlichen Träger der Arbeitsbeschaffung zogen und die Banken als Zwischenfinanzierungsstellen mit ihrem Akzept versahen.

Welche Rolle spielte nun für diese Finanzierungen die O.M.P. der Reichsbank?

Die erste große O.M.-Operation der Reichsbank war der Ankauf von ca. 194 Mill. RM. Steuergutscheinen am 10. November 1933[10]. Diese Gutscheine wurden vom Staat noch seit Herbst 1932 zur

---

[9] Vgl. Statistisches Reichsamt 1937, und Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, 11. Jahrg. 1937 S. 427 ff.

[10] Zum folgenden vgl. insbesondere Stucken, Deutsche Geld- und Kreditpolitik, Hamburg 1937, S. 120 ff.; Sarow, Offenmarktpolitik zur Konjunktur-

Förderung der Arbeitsbeschaffung ausgegeben. Ihr Grundgedanke war, daß das Reich sie den Steuerzahlern bei Zahlung bestimmter Steuern und bei Mehrbeschäftigung von Arbeitskräften zur Verfügung stellte. Das Reich verpflichtete sich, diese auf Inhaber lautenden Scheine in den folgenden Jahren bei Steuerzahlungen mit einem jährlichen Aufgeld von 4 % anzurechnen. Die Aktion bedeutete eine spekulative Vorwegnahme einer zukünftigen Verbesserung der Haushaltungslage, die durch diese Maßnahme der Wirtschaftsankurbelung herbeigeführt werden sollte. Da aber die 4 % als akkumulierter Zins erst bei Fälligkeit der Hauptschuld zahlbar waren, waren sie bei der Reichsbank nicht diskontfähig. Sie fielen daher bald im Kurs bis auf 88 % und ein Stützungskonsortium der Banken mußte bis zum Herbst 1933 für 300 Millionen Steuergutscheine übernehmen.

Von diesen Gutscheinen übernahm nun die Reichsbank als erste O.M.-Operation für fast 200 Millionen RM. als Noten-Deckungseffekten. Diese erste Operation hatte eine mehrfache Wirkung. Sie verflüssigte den Geldmarkt, stabilisierte den Kurs der Steuergutscheine und brachte der Notenbank einen ansehnlichen Gewinn (Kursunterschied zwischen 88 % und 100 % und 4 % Verzinsung).

In Fortsetzung dieser Operationen vermehrte die Reichsbank ihre Deckungseffekten bis Jaahresende 1933 auf 259 Millionen, bis Ende Januar auf 300 Millionen RM. Welche Papiere sie im einzelnen anschaffte, darüber geben die Ausweise keine Auskunft. Man nimmt an, daß es Steuergutscheine und Reichs- wie Länderanleihen waren. Diese Käufe der Reichsbank hatten noch keine multiplizierende Wirkung, indem sie noch nicht zahlreiche Mitläufer nach sich zogen; immerhin brachten sie schon Anfang 1934 eine Kursaufholung von 78 (September 1933) auf 92. Damit hatte sich die Rendite entsprechend gesenkt, was den ersten wichtigen Schritt zur organischen Zinssenkung bedeutete. Des weiteren brachte die Kurspflege der Reichsbank den unregelmäßigen Rentenmarkt wieder zu einem normalen Aufbau, indem Reichs- und Länderanleihen wieder führend wurden, Pfandbriefe ihnen folgten und sich die weiteren festverzinslichen nach dem Range der Emittenten an sie reihten.

Später als England wurde der deutsche Markt für größere Konversionen reif. Die ersten Konversionen dieser Art begannen Ende 1933 mit der Kündigung der 6 %igen Hilferding-Anleihe. Es folgten die 120 Mill. 6 %ige Preußische Schatzanweisungen, 150 Mill. 6 %

---

regelung, München 1937, S. 68 ff.; Bank-Archiv Bd. 33, S. 69 ff.; Société des Nations, Monnaies et Banques 1937/38; »Wirtschaftskurve« 1934, S. 383.

Reichssport-Schatzanweisungen und die 15 Mill. 6 % sächsischen Schatzanweisungen. Die neuen Stücke ergaben bei 4½ % Nominale einen 5½ % Effektivzins. Das zeigt, daß die volle Konversionsreife damals noch nicht da war. Die Reichsbank war in ihren Stützungskäufen noch nicht weit genug gegangen. Die Sorge darum, wie sie ihren zu Interventionszwecken erworbenen Effektenbesitz wieder abstoßen kann (die Sorge »um die Tür hinaus«, wie Schacht in der Generalversammlung 1933 sagte), gebot große Vorsicht bei den Anfangsengagements.

Auch die Kreditbanken sind noch nicht in größerem Stil in die Wertpapieranlage hineingegangen, zumal sie Ende 1933 bereits ein Effektenportefeuille von über 1100 Millionen hatten.

Es gab darum im ersten Quartal des Jahres 1934, gerade nach den genannten Konversionen, am Rentenmarkt wieder einen längeren Stillstand, dem die Reichsbank mit einer Liquidationsspritze von 50 Millionen Effektenankäufe nicht beikommen konnte. Am 1. April 1934 war gerade eine Warnung des Reichsbankrates Einsiedel vor den Gefahren der Notendeckung durch Effekten im Bankarchiv erschienen. Er gelangt nach längeren Ausführungen zur Folgerung: »Zusammenfassend ergibt sich, daß die Effektendeckung der Wechseldeckung wesentlich unterlegen ist. Ihre Nachteile werden umso größer, je höher der Effektenblock im Verhältnis zu den liquiden Anlagen wird, und steigen schließlich so weit, daß die Notenbank ihrer Funktionsfähigkeit beraubt wird[11].«

Vielleicht im Gefolge dieser Warnung stieß die Reichsbank im Laufe des April 1934 wieder 50 Millionen Deckungseffekten ab. Ueberdies war das Effektenportefeuille der Notenbank mit den bereits genannten Arbeitsbeschaffungswechseln vollgepfropft. Trotz ihrer drei Monate Laufzeit wurden diese Wechsel auf Jahre prolongiert und bildeten eigentlich in Wechselform verkleidete Effekten. Der Bestand dieser Effektenwechsel bei der Reichsbank, die sie nicht spezifiziert, wurde Mitte 1934 auf eine Milliarde RM. geschätzt[12].

Aus diesem Grunde nahm die Reichsbank seit Mai 1934 Effektenkäufe nur allmählich und in beschränktem Maße vor. Sie beliefen sich auf ca. 140 Millionen RM. Trotzdem betrugen die Deckungseffekten anfang 1935 bereits 448 Mill. RM. Aber auch die Rediskontierung der Arbeitsbeschaffungswechsel durch die Notenbank war

---

[11] Bank-Archiv, Bd. 33, S. 273.

[12] Sarow, Offenmarktpolitik zur Konjunkturregelung, München 1937, S. 78 und zit. Frankfurter Zeitung vom 15. Mai 1934.

im dargelegten Sinne eine Art Effektenkauf. Wir werden sehen, ob man von einer indirekten O.M.-Operation großen Stils sprechen kann.

Zu diesen O.M.-Operationen kam als weitere bedeutungsvolle kreditpolitische Maßnahme das Anleihestockgesetz vom 4. Dezember 1934 hinzu. Dieses verpflichtete sämtliche Kapitalgesellschaften, aus ihren 6 % übersteigenden und zu verteilenden Gewinnen einen Anleihestock zu bilden, indem sie diese Beträge der Golddiskontbank, einer Tochtergesellschaft der Reichsbank, überweisen, die sie in Reichs- und ähnlichen Anleihen anlegt. Dadurch wurde der Anreiz, Gelder in Aktien anzulegen, geschwächt, und zwar zugunsten der Staatsemissionen, da überdies auf private Emissionen von Aktien und Obligationen eine Sperre gelegt wurde.

Die Verflüssigung des Kapitalmarktes durch die indirekten und direkten O.M.-Operationen, ergänzt durch die genannten zusätzlichen Maßnahmen, hatten gegen Ende 1934 weitere Zinssenkungen zur Folge, aber sie reichten noch nicht aus, um große Konversionen zu ermöglichen. Nun konnten das Reich und die Länder, sowie die anderen öffentlichen Körperschaften nicht länger warten, da bereits mit dem kommenden Wehraufbau zu rechnen war und die öffentliche Hand mit neuen großen Anleihe-Emissionen an den Markt heranzutreten hatte. Es mußte daher schon in diesem Zeitpunkte reiner Tisch gemacht werden.

Darum konnte die große Konversion nicht wie in England in der klassischen Form durchgeführt werden, daß man den Obligationären die Wahl zwischen Umtausch und Rückzahlung beließ, sondern es mußte ein gewisser Zwang ausgeübt werden. Das geschah in der Weise, daß mit den Gesetzen vom 24. Januar 1935 und 27. Febr. 1935 über die Zinsermäßigung bei Kreditanstalten und öffentlichen Anleihen der Zins für Pfandbriefe und Kommunalanleihen, die ca. 8 Milliarden RM. ausmachten, und für ca. 2 Milliarden öffentliche Anleihen, zusammen also für ca. 10 Milliarden RM., von 6 % auf 4½ % gesenkt wurde. Die Gläubiger hatten zwar ein Widerspruchsrecht, aber Rückzahlung wurde dem Widersprechenden nicht angeboten. Er hatte vielmehr Anspruch auf Weiterzahlung der bisherigen Zinsen, nur wurden nicht konvertierte Stücke vom Börsenhandel und von der Beleihung durch die Reichsbank ausgeschlossen. Unter diesen Umständen betrug der Widerspruch gegen die Konversion nur ½ % der genannten Summe.

Zum neuen Richtzins von 4½ % wurden noch weitere 500 Mill. Reichsleihe begeben, welche die Sparkassen übernahmen. Im Februar

1935 senkten dann auch die Banken ihre Zinsen, der Sparkassensatz wurde auf 3 % herabgesetzt, während der offizielle Diskontsatz unverändert auf 4 % verblieb. Der neue Richtzins der Rentenpapiere ergriff nach und nach auch die Industrieobligationen, die man nicht unter das Zinsermäßigungsgesetz gestellt hatte. Sie konvertierten in breiter Welle auf durchschnittlich 5 %.

Die Gläubiger der Privathypotheken, die wenig Neigung zum Zinsnachlaß zeigten, wurden durch ein Gesetz über die Hypothekenzinsen vom 2. Juli 1936 angewiesen, die Zinsen durch Verhandlung mit den Schuldnern herabzusetzen, ansonst der Richter den angemessenen Zins bestimmen kann.

Folgende Tabelle zeigt die Entwicklung bei der Reichsbank in Zahlen[13]:

Tabelle 7.

Reichsbank.

Zeit	Jahresumsätze		Bestand am Jahresende			Umlauf	
	Gesamt	Giroverkehr	Wechsel und Checks	Deckungseffekten	Gold und Devisen	Reichsbanknoten	Geld insgesamt
	Milliarden RM		Millionen RM				
1928	820	695	2627	—	2729	4930	6591
1929	911	751	2608	—	2283	5044	6613
1930	862	705	2366	—	2216	4778	6400
1931	804	622	4144	—	984	4776	6676
1932	678	526	2806	—	806	3561	5650
1933	644	504	3177	259	386	3645	5716
1934	685	555	4021	445	79	3901	5984
1935	807	640	4498	349	83	4285	6371
1936	920	713	5448	221	67	4980	6945

Wir ersehen aus dieser Tabelle, daß die Reichsbank nach der Konversion (1935) Deckungseffekten abstoßen und so die wenig erwünschte Effektendeckung für Banknoten auf ein bescheidenes Maß zurückführen konnte, trotzdem sich das Notenvolumen stark vermehrt hat. Dieses Abstoßen brauchte diesmal überdies nicht durch Offenmarktverkäufe erfolgen, da das Reich aus dem Ergebnis der

[13] Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, zit. nach Sarow, S. 81.

neuen Anleihen besonders die Steuergutscheine bei der Reichsbank rücklösen konnte.

Hingegen fällt unter der Rubrik »Wechsel und Checks« die Vermehrung des Volumens dieser Papiere auf, das in den 4 Jahren 1932—36 um fast das Doppelte auf nahezu 5½ Milliarden RM. stieg. Es stecken darin nicht nur, wie schon hervorgehoben wurde, die Arbeitsbeschaffungswechsel, die verdeckte Effekten sind, sondern seit Frühjahr 1935 eine weitere Sorte von Finanzwechseln, die sogen. »Sonderwechsel«. Diese neuen Vorfinanzierungswechsel des Reiches entspringen den wachsenden Rüstungsaufträgen. Da eine gewisse Geheimhaltung der Art, wie die einzelnen Mittel im Rahmen der Wiederaufrüstung verwendet wurden, geboten war, nahm die Reichsbank in größerem Umfange Sonderwechsel herein, die noch nicht als Anlage für eine Kreditbank gedient haben.

Man hat darin eine indirekte O.M.P. erblickt, indem den Kreditbanken in gleicher Weise wie bei den direkten O.M.-Operationen durch die Reichsbank Guthaben zugeführt wurden, was eine Ausweitung ihrer Kreditschöpfungsmöglichkeiten herbeiführte[14]. Der Reichsbank hingegen fehlte die zweite Tür der O.M.P., »die Tür hinaus«. Die Weiterbegebung dieser Wechsel hätte dem Markt wieder Mittel entzogen, was unerwünscht war. In normalen Konjunkturen kann die Notenbank, die konjunkturpolitische O.M.P. treibt, ihre Effekten im Beginn der Depression ankaufen und im Anfang des Aufstiegs verkaufen. Diese Wahl hatte die Reichsbank nicht. Ihre Hilfestellung gegenüber der staatlichen Krisenbekämpfung veranlaßte sie, auch noch zu Beginn des Anstiegs Staatseffekten (und ihre Surrogate) weiter zu kaufen, da die Kapitalmärkte durch immer neue Konversionen für die Wirtschaft ertragreicher gestaltet werden sollten.

Es wurde darum folgender Umweg eingeschlagen:

Die bereits genannte Golddiskontbank, das Tochterinstitut der Reichsbank, begab Sola-Wechsel mit kurzer Laufzeit, die als eine sehr liquide Anlage von Kreditbanken als Liquiditätsreserve und zur Anlage kurzfristig verfügbarer Gelder genommen wurden. Mit den der Golddiskontbank aus ihren Sola-Wechseln zugeflossenen Geldern konnte sie Sonderwechsel aus den Beständen der Reichsbank übernehmen[15]. Diese Einschaltung der Golddiskontbank erinnert an diejenige des englischen Ausgleichsfonds, der der Bank von England ihre

[14] So z. B. Sarow, Offenmarktpolitik zur Konjunkturregelung, München 1937, S. 83, 89.

[15] Stucken, Deutsche Geld- und Kreditpolitik, Hamburg 1937, S. 133; Sarow, Offenmarktpolitik zur Konjunkturregelung, München 1937, S. 84.

durch O.M.-Käufe erworbenen Effekten zum Teil wieder abnehmen konnte, ohne daß sie zu ihrer Abstoßung den Markt hätte verknappen müssen. Aber der englische Account konnte der Bank von England meist Gold ausbezahlen, was die Golddiskontbank trotz ihres Namens nicht konnte.

Diese Sola-Wechsel vertreten sozusagen die fehlenden O.M.-Verkäufe der Reichsbank, sie können aber trotzdem nicht als O.M.-Transaktionen des Tochterinstitutes der Reichsbank angesprochen werden, da sie im Gegensatz zu den Arbeitsbeschaffungs- und Sonderwechseln keine verdeckten Effekten darstellen. Sie sind wirklich kurzfristige, höchst liquide Anlagepapiere, welche dazu dienen, die Geldfülle abzuschöpfen und als eine Art Gradmesser der Geldfülle dienen, daher einen sehr schwankenden Umlauf aufweisen[16]:

(Millionen RM.).

Sept. 1936	November 1936	März 1937	Juni 1937	Sept. 1937	November 1937	März 1938
30	463	1082	993	541	951	767

In dieser Richtung gehören die Solawechsel mit zu den Requisiten der O.M.P. der Reichsbank.

Die weitere Entwicklung ist aus folgender Tabelle ersichtlich[17]:

Tabelle 8.

Reichsbank
(Millionen RM.).

Ende	Gold	Wechsel	Deckungseffekten	Andere Effekten	Banknoten Umlauf	Monatliche Girosätze
Dezember 1936	66	5448	221	303	4980	5288
März 1937	68	5101	167	312	4938	5834
Juni 1937	69	5262	104	300	4992	5800
September 1937	70	5538	105	293	5256	6048
Dezember 1937	71	6013	106	286	5493	5979
März 1938	71	5813	96	297	5622	6762
Juni 1938	71	6136	547	300	6440	6685
September 1938	71	8173	550	298	8023	6495
Dezember 1938	71	8123	557	298	8223	7091

[16] Société des Nations, Monnaies et Banques 1938/39, II, S. 19.

[17] Zusammengestellt aus Société des Nations, Monnaies et Banques 1938/39, II, S. 19.

Die weitere Entwicklung zeigt eine bis März 1938 fortschreitende Entlastung der Reichsbank von ihren Deckungseffekten. Weitere O.M.-Käufe dieser Effekten hörten somit auf und der vorhandene Stock wurde nach und nach vom Reich aus dem Ertrage der Anleihen rückgelöst. Die neue Vergrößerung der Deckungseffekten seit Juni 1938 stammt aus den übernommenen Aktiven im Zusammenhang mit der Liquidation der österreichischen Nationalbank (423 Mill. RM. am 14. Mai 1938[18]).

Der Wechselbestand ist besonders seit 1938 stark angestiegen. Er übersteigt seit 1938 den Gesamtbestand an Wechseln sämtlicher Banken zusammengenommen (Sept. 1938: 5079, Nov. 1938: 5859). Nach den Schätzungen im Bankarchiv[19] befinden sich unter diesen mehr als 13 Milliarden Wechseln des deutschen Bankensystems durchschnittlich nur ca. 4 Milliarden Handelswechsel. Mehr als 9 Milliarden sind somit Finanzwechsel, von denen anzunehmen ist, daß die Reichsbank mindestens 7 Milliarden in ihrem Portefeuille hatte. Darin liegt eine Fortsetzung der indirekten O.M.P. der Reichsbank, trotzdem die Vollbeschäftigung der Arbeitskräfte längst erreicht war. Neben dieser außerordentlich starken Beanspruchung des Reichsbankkredites ist auch der Geldumlauf stark gestiegen. Die wachsende Beschleunigung der Umsätze weist auf die starke wirtschaftliche Aktivität hin, kann aber das Zeichen einer fortlaufenden Flucht in Sachwerte sein.

Um die Kreditexpansion der Reichsbank nicht noch weiter vorzutreiben, wurde mit dem 1. April 1938 die Emission der Sonderwechsel eingestellt. Die weitere Finanzierung von Staatsaufträgen hat von diesem Zeitpunkte an durch unverzinsliche Lieferungschatzanweisungen mit sechsmonatlicher Fälligkeit zu erfolgen, die nicht mehr bei der Reichsbank rediskontierbar, sondern nur noch bis zu 75 % lombardierbar sein werden. Ihre Rückzahlung soll durch langfristige Anleihen erfolgen. Die ersten unverzinslichen Schatzanweisungen wurden im April 1938 emittiert. Doch wurde schon im April 1939 die weitere Ausgabe dieser Unverzinslichen eingestellt und mit einer neuen Ausgabe von Steuergutscheinen begonnen (Neues Finanzprogramm vom 24. März 1939).

Ueber die Verschuldung des Reiches kann nur soviel gesagt werden, daß die ausgewiesene Verschuldung von 11½ Milliarden im Jahre 1932 auf rund 27 Milliarden RM. Anfang 1939 an-

[18] Société des Nations, Monnaies et Banques 1938/39, II, S. 22.
[19] Bank-Archiv vom 15. Februar 1939.

gestiegen ist. Dabei ist aber die Wechselvorfinanzierung noch nicht als Staatsschuld ausgewiesen. Andererseits wird darauf hingewiesen, daß in der gleichen Zeit die private kurzfristige Verschuldung der Wirtschaft um 13,3 Milliarden abgenommen habe, daß es sich also in der Hauptsache um eine Verschuldungs-Verlagerung von der Privatwirtschaft zum Reich handle[20].

4. Würdigung.

Eigentliche O.M.P. wurde von der Reichsbank unseres Erachtens nur 1933/34 betrieben, als sie hauptsächlich Steuergutscheine auf offenem Markte ankaufte und dafür nach und nach bis auf 445 Millionen RM. ausgab. Das Hineinpumpen fast einer halben Milliarde Bargeld in die Wirtschaft durch die Notenbank ohne Darlehenserteilung war in Deutschland neu und mußte bei der sehr schmalen Liquiditätsbasis der Kreditbanken, die mit einer Barreserve von 2—3 % anzukommen glauben, viel stärker wirken als z. B. in England, wo der Reservesatz das Mehrfache beträgt.

Die Wirkung ist denn auch nicht ausgeblieben. Das verstärkte Kapitalangebot drückte auf dem Geldmarkt die Zinsen, auf dem Kapitalmarkt wirkte es sich als Kurspflege aus und steigerte die Rentenkurse. Hingegen wurde eine Ankurbelung der Wirtschaft in Deutschland von der bloßen Auflockerung des Geld- und Kapitalmarktes nicht erwartet. Vielmehr stand schon zum voraus in der Form der Vierjahrespläne ein staatliches Arbeitsbeschaffungsprogramm fest. Der Staat nahm auf sich die Rolle des größten Investors und Auftragerteilers, ohne sich, wie die private Initiative es muß, von Rentabilitätsfragen bewegen zu lassen.

Der O.M.P. war offenbar die Rolle zugedacht, die Schrittmacherin zur Konversion der 10 Milliarden-Schuld der öffentlichen Hand zu sein, die mit 6½ % verzinslich war. Damit sollte zugleich der Weg für weitere Emissionen geebnet werden. Die O.M.P. sollte daher die Finanzierung des staatlichen Aufbauprogramms erleichtern helfen.

Hat sie diese Rolle erfüllt?

Die Frage kann nicht ohne weiteres bejaht werden. Der Staat hat nämlich nach der ersten Auflockerung des Marktes nicht abgewartet, ob und bis die Konversionsreife eintritt, sondern hat autoritär durch

---

[20] Vgl. Strathus, Die Zukunft des Kredites, Berlin 1938, S. 35; vgl. auch Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung 1936, S. 430 ff.

Zinsgesetze selbst das weitere hinzugetan, um sich das ihm erwünschte Zinsniveau zu schaffen. Man kann also im wesentlichen von einer Zwangskonversion sprechen. Eine solche hätte aber auch ohne O.M.P. vor sich gehen können. Diese Politik war eben nur eine mildernde Einleitung, die Auslösung einer Geld- und Kapitalmarktbewegung, deren weitere Fortsetzung autoritär dekretiert wurde.

Vielleicht waren die mittelfristigen Steuergutscheine, mit denen die O.M.P. inauguriert wurde, auch weniger beliebt als die anderen Papiere, die wir im weiteren betrachten wollen. Wenigstens weist darauf die Tatsache hin, daß die Banken im Herbst 1933 diese Gutscheine zum größten Teil an die Reichsbank abtraten.

Ganz anders stand es mit den Arbeits- und Sonderwechseln. Sie waren keine festverzinslichen Titel des Kapitalmarktes, sondern wenigstens im Prinzip kurzfristige Geldmarktpapiere ohne Kursrisiko und fielen unter das Wechselgeschäft, das beliebteste und angemessenste Geschäft der Handelsbanken. Während der Erwerb von Staatsanleihen als liquide Anlage bei den deutschen Banken etwas Ungewohntes war, sagte ihnen das Wechselgeschäft mit der öffentlichen Hand ganz besonders zu. Sowohl die Arbeitsbeschaffungs- wie die Sonderwechsel wurden nicht nur von Banken, sondern auch von den einzelnen Unternehmungen gern und in steigendem Maße genommen. Dies trotzdem diese Wechsel von dreimonatlicher Laufzeit schon zum voraus mit den Prolongationsabschnitten für mehrere Jahre versehen waren und sich auch in der Folge als verkleidete Effekten erwiesen.

Es erhebt sich nun die Frage, ob man diese Wechselbegebungen, die schon vor dem Kriegsausbruch an die 10 Milliarden RM. in ihrer Gesamtsumme heranreichten, als indirekte O.M.P. bezeichnen kann, wie dies in der Literatur geschieht. Die Frage ist unseres Erachtens zu verneinen. Die in Betracht kommenden Wechsel sind nämlich nicht zu Zwecken der O.M.P. ausgegeben worden, sondern als Vorfinanzierung der öffentlichen Aufträge. Sie entstanden denn auch nach Maßgabe dieser Aufträge und ihrer Ausführung und nicht nach den Bedürfnissen einer O.M.P. Die Reichsbank ist des weiteren nicht aus eigener Initiative an den Markt herangetreten, um solche Wechsel zu erwerben, sondern sie wurden ihr nach der Initiative der Banken und ihren Bedürfnissen zum Rediskont eingereicht. Selbst bei diesen Arbeitsbeschaffungswechseln, die ihr zum direkten Diskont zugeführt wurden, war nicht die Initiative der Reichsbank am Werke, was nach unseren Ausführungen (II. 1 hievor) zum Wesen der O.M.P.

gehört. Mit den O.M.-Operationen hatten diese Wechselhereinnahmen nur die wesentlichen Wirkungen gemeinsam. Zunächst wurden in gleicher Weise wie bei der O.M.P. den Kreditbanken durch die Reichsbank Reichsbankguthaben zugeführt, somit eine Ausweitung der Kreditschöpfungsmöglichkeiten bewirkt.

Neben dieser aktiven traten auch die passiven Wirkungen der O.M.P. hervor, nämlich die Wirkung Geldfülle abzuschöpfen, indem die Wechsel vermöge der Prolongationen aus kurzfristigen in langfristige öffentliche Kreditpapiere sich verwandelten, um als Anlage für augenblicklich unbeschäftigte Gelder zu dienen. Gerade diese Wechsel-Effekten machten daher seit Ende 1934 mehr und mehr die O.M.P. entbehrlich, indem sie automatisch beide Funktionen derselben erfüllten, die Auflockerung und die Verknappung des Geldmarktes. Darum sind trotz des Hineinpumpens so vieler Milliarden in die deutsche Volkswirtschaft auch kaum irgendwelche Inflationserscheinungen aufgetreten. Soweit nicht diese Gelder investiert wurden, boten sich nämlich für ihre Anlage zwei Wege: die Tilgung von Bankschulden oder der Effektenkauf. Daß der erstere Weg ausgiebig beschritten wurde, ist bereits dargelegt worden. Wir wollen es hier noch durch eine Tabelle veranschaulichen, die gerade die entscheidenden Jahre berücksichtigt[21]:

Einzelne Bestände bei acht Großbanken
(Millionen RM.).

Zeitpunkt	Kreditoren	Wirtschafts-debitoren	Wechsel und Schatz-anweisungen	Wertpapiere insgesamt	Wertpapiere öffentliche Anleihen
1932 Februar	5655,4	4834,4	1614,0	494,5	330,3
November	5555,6	4675,4	1751,7	670,8	494,7
1933 Februar	5332,6	4498,7	1856,4	709,4	512,8
November	5084,4	4204,6	1840,7	633,4	430,1
1934 Februar	5153,6	4114,9	1952,6	692,5	446,2
November	5372,0	3967,7	2192,7	730,5	347,3
1935 Februar	5128,0	3939,3	2234,7	784,0	396,8
November	5240,8	3671,7	2326,6	931,8	484,4
1936 Januar	5267,0	3590,2	2467,7	918,4	472,7

Wir ersehen daraus, daß die Wirtschaftsdebitoren bei den acht größten deutschen Kreditbanken von Anfang 1933 bis Anfang 1936

[21] Quelle: Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung 1936, S. 431.

um 908 Mill. RM. zurückgegangen, während die Wechsel nur um ca. 600 Mill. RM. gestiegen sind und die eigentlichen Wirtschaftsdepositen (in Wertpapieren) bis 1935 sogar noch rückläufig waren.

Auch die Preise sind in dieser Periode nicht wesentlich gestiegen. Nach den statistischen Erhebungen[22] war bei Industrieprodukten 1933—36 eine Preissteigerung von 10—15 % zu konstatieren, bei Agrarprodukten allerdings eine Steigerung von über 20 %, die aber im Interesse der Landwirtschaft gewollt war. Die Steigerung der Lebenshaltungskosten betrug insgesamt nur 6 %, besonders dank dem Verbot der Mietzinserhöhung. Im übrigen konnten alle Preissteigerungen nur im gewollten Rahmen der staatlichen Preiskontrolle stattfinden, deren Organisation wir oben skizziert haben. Ebenso wie die autoritäre Wirtschaftslenkung die wesentlichen Kostenelemente, wie Zinsen und Löhne, niedrig gehalten hat, lenkte sie auch die Preise der Fertigprodukte planmäßig. Man kann also von einer Auswirkung auf die Preise, sei es der O.M.P., sei es der Transaktionen, die in ähnlicher Weise den Geldmarkt beeinflußten, richtigerweise gar nicht sprechen.

Wo der Staat autoritär Zins, Löhne und Preise bestimmt, erübrigt sich eine O.M.P. eigentlich von selbst. Seit den beiden großen Zinsgesetzen von 1935 war das unstreitig der Fall.

---

[22] Konjunkturstat. Handbuch 1936, S. 99 ff.

Kapitel V.

MÖGLICHKEITEN UND WIRKLICHKEIT DER OFFENMARKTPOLITIK.

1. Konstantes Preisniveau und Konjunkturstabilisierung.

Zwei Autoren sind es vor allem gewesen, die auf Grund ihrer quantitätstheoretischen Einstellungen den Anstoß zur wissenschaftlichen Diskussion der Frage gegeben haben, ob auf dem Wege einer Geldwertstabilisierung zu einer Stabilisierung der Preise und somit der Konjunktur überhaupt zu gelangen sei: der Engländer J. M. Keynes und der Amerikaner Irving Fisher. Beide haben Pläne aufgestellt, nach welchen durch eine einheitliche Maßnahme, nämlich die Stabilisierung des Geldwertes die Schwankungen der Konjunktur ausgeschaltet werden sollen[1]. Das soll auf dem Wege einer Regulierung des Kredites erfolgen. Diese Aufgabe fällt der Diskont- und Offenmarktpolitik der Notenbanken zu.

Von anderen Autoren sei noch der schwedische Nationalökonom Cassel, der die Aufgabe der Diskont- und Kreditpolitik in einer Stabilisierung des Preisniveaus erblickt,[2], erwähnt.

Diese Anschauung geht im Grunde davon aus, daß sämtliche Verhältnisse auf der Warenseite entscheidend und ausschließlich von den Maßnahmen abhängen, die auf der Geldseite der Wirtschaft ergriffen werden. Der Beweis hierfür ist von keiner Seite bisher erbracht worden. Zudem setzt eine derartige Manipulierung voraus, daß die innere Kreditpolitik von der Währungspolitik vollständig unabhängig bleiben kann. Keynes fordert z. B. eine manipulierte reine Papierwährung. Eine Isolierung der Kredit- von der Währungspolitik wurde denn auch in England durch die Zwischenschaltung des Ausgleichsfonds, in Deutschland durch die Zwangsdevisenbewirtschaftung angestrebt. Allein, wir haben gesehen, daß nur besondere

---

[1] J. M. Keynes, Ein Traktat über die Währungsreform (übersetzt von Kocherthaler) München 1924, S. 7 ff.; Irwing Fisher, Die Illusion des Geldes (übersetzt v. Scheibler) Berlin 1928, S. 27 ff.

[2] Cassel, Das Stabilisierungsproblem, Leipzig 1926, S. 42 ff.

günstige Umstände, die sich aus der Entwicklung der Zahlungsbilanz ergaben, in England den Account funktionsfähig erhalten konnten. In Deutschland war die Devisenbewirtschaftung aus der Gold- und Devisennot, nicht aus kreditpolitischen Erwägungen geboren. Sie führte zu einer weitgehenden Isolierung und Belastung der Volkswirtschaft.

Wir haben des weiteren gesehen, daß sogar eine diktatorische Kreditpolitik, wie in Deutschland, keinesfalls als Garantie für eine Preisstabilisierung angesehen wurde, sondern daß die Preisregulierung durch ein besonderes Behördensystem und strenge gesetzliche Tarifierungen und Preiskontrollen angestrebt werden mußte. Stabilisierung des Preisniveaus ist aber noch nicht identisch mit Stabilisierung der Konjunktur, weil auch bei konstantem durchschnittlichen Preisniveau Preisvariationen auf Teilgebieten der Wirtschaft und auch Mengenkonjunkturen bestehen bleiben.

Im übrigen steht nicht einmal der Begriff der Konjunkturstabilisierung fest. Er kann nicht mit einer konjunkturlosen Wirtschaft identisch sein, denn, wie Sombart es ausdrückt[3], »in dem Wunderbau des Hochkapitalismus ist die Expansionskonjunktur eine tragende Säule«. Der Konjunkturzyklus ist demnach als die Bewegungsform im Hergang des Hochkapitalismus anzusehen, und von ihr untrennbar. Die eigentliche Schwierigkeit, den Begriff der Konjunkturstabilisierung enger zu fassen, beginnt erst dort, wo diese Stabilisierung nicht als eine absolute, sondern lediglich als eine relative anzusehen ist. Man denkt an eine Abschwächung des Rhythmus der Expansionskonjunktur. Aber auch die Abschwächung besteht nicht in einer gleichmäßigen Milderung der Schwankungen aller Faktoren, nicht in einem Normalschema der Konjunktur. Praktisch denkt man zumeist an die Regulierung des Beschäftigungsgrades: »nicht eine so oder so geartete Bewegung der Preise, ein irgendwie bestimmtes Verhältnis von Preisen und Mengen zu erreichen, sondern den Rückgang des Beschäftigungsstandes zu vermeiden, ist das praktische Ziel der Stabilisierung[4].«

Nun ist die O.M.P., um die es sich in diesen Darlegungen handelt, nur ein neuer Faktor am Markte. Wie dieser Faktor unter den anderen sich in die gesamten Beziehungen einfügen kann und wird, ist in jedem Falle verschieden. Praktisch erprobt ist die O.M.P. bisher eigentlich nur als Krisen- und Ankurbelungs-

[3] Sombart, Der moderne Kapitalismus, München 1927, III/2, S. 583.
[4] Löwe, Konjunkturtheorie (Festgabe Brentano 1925), Leipzig, S. 368.

politik. Es hat sich gezeigt, daß durch sie die Regelung der Zahlungsmittelmenge erleichtert und der Kreditmarkt beeinflußt werden kann. Doch ist damit noch kein entscheidender Schritt getan, um die Umlaufsmittelmenge den tatsächlichen Bedürfnissen anzupassen. Die Notenbank hat insbesondere keinen Einfluß darauf, ob die Banken die ihnen zufließenden Mittel am Markte einsetzten, ob sie damit ihre Verschuldung bei der Notenbank verringern oder ihre Liquidität steigern wollen. Ebensowenig besteht ein Einfluß auf den einzelnen Kreditnehmer, ob er seine durch Effekenverkäufe realisierten Mittel benutzt, um die Nachfrage am Markte zu verringern oder das Angebot zu steigern.

Darum kann eine Geldpolitik, die nur die Menge der Umlaufmittel kontrolliert, nicht schon als Geldwertpolitik angesehen werden, welche die konjunkturellen Bewegungen ausschalten oder auch nur das Preisniveau stabil halten kann. Wenn die Notenbank auch die Geldmenge durch die Aubildung der quantitativen Kreditkontrolle ganz in ihrer Hand hätte, ein Zustand, dem sich z. B. England angenähert hat, so könnte sie damit schon deswegen keine Konjunktur »machen«, weil sie die Umlaufsgeschwindigkeit nicht in ihrer Hand hätte[5].

Jedenfalls bedürfte es aber einer Kontrolle der Verwendung der zur Verfügung gestellten Mittel, einer qualitativen Kreditkontrolle. Eine solche versuchte Deutschland durch die Verbindung von Kredit- und Investitionskontrolle. Auch in England ruft man nach einem Investitionsamt. Je mehr aber der Staat zum Investor wird, umso weniger wird die Konjunkturpolitik in der O.M.P. ihren ausschlaggebenden Faktor sehen.

2. Geldmarktbeeinflussung.

Der kurzfristige Kreditbedarf kann durch die O.M.P. im Wege von Effektenkäufen der Notenbank befriedigt werden. Kauft die Notenbank Effekten aus den Anlagebeständen der Banken, so werden Anlagewerte in Liquiditätsreserven umgewandelt, um den Giralgeldumlauf zu erweitern. Durch solche Ankäufe können eingefrorene Werte der Banken abgestoßen werden, was dem Markt neue Auftriebskräfte leiht. Im selben Maße wird allerdings die Notenbankliquidität verschlechtert, was bei großen Käufen zu einer Verblockung mit Effek-

[5] Lutz, Das Grundproblem der Geldverfassung, Stuttgart 1936, S. 33.

ten führen kann, eine Gefahr, vor der, wie wir gesehen haben, in Deutschland ein Reichsbankrat öffentlich gewarnt und die auch der Reichsbankpräsdent nicht verkannt hat.

Verkauft die Notenbank Wertpapiere, so kann das die Liquidität der Banken dann in größerem Umfange beeinflussen, wenn die Verkäufe in einer Zeit erfolgen, in der es für Banken keine geeignete Anlagen gibt. Werden die Effekten überdies zu günstigen Preisen angeboten, so ist der Markt geneigt, große Mittel in Staatspapieren anzulegen, wodurch die Notenbank den Geldmarkt verknappt und überschüssige Mittel so festlegt, daß eine allgemeine Beruhigung des Marktes bewirkt wird. Es werden Mittel des Geldmarktes auf den Kapitalmarkt übergeleitet. Der Bestand an Noten wird verringert, der Umfang der Disponibilitäten eingeschränkt.

Die Veränderung von Kreditangebot und -nachfrage erfolgt seitens der Notenbank nicht über den Faktor Zins, sondern auf Grund einer subjektiven Einschätzung der Wirtschaftslage. Die O.M.-Verkäufe können als Nachwirkungen haben, daß der Bankkredit ersetzt wird durch Diskontierungen bei der Notenbank. Sie können des weiteren dazu führen, daß die Kreditsuchenden ihre sonstigen Mittel mobilisieren (Selbstfinanzierung) und als unmittelbare Nachfrager nach Kredit ausscheiden. Ihre besondere Bedeutung erhalten die O.M.-Verkäufe dort, wo es sich nicht um die Politik billigen Geldes handelt, wie z. B. in England, sondern um Mittel und Finanzierungsquellen für den Aufschwung zu erschließen, wie z. B. in Deutschland, wo nebenbei auch noch die Selbstfinanzierung gefördert werden sollte.

Die O.M.P. vermeidet die unerwünschten Nebenwirkungen der Diskontpolitik, wie bereits unter II. 4 hievor ausgeführt wurde.

Sowohl der Nominalzins als auch der Realzins werden durch das Zusammenwirken von Diskontpolitik und O.M.P. stark beeinflußt. Die O.M.P. kann dabei eine Reihe von Hilfsdiensten leisten. Sie erleichtert die Auflösung von Horten und steigert die Elastizität des Kreditangebotes. Sie verhindert Ansätze zur Marktzinssteigerung, was sich besonders am Beispiel Englands und Deutschlands zeigt. Die zusätzliche Kreditschöpfung der Banken und der Notenbank gelingt mit Hilfe der O.M.P. besser, weil sie den Zahlungsmittelumlauf gut regulieren kann. Sie macht Aenderungen des Banksatzes wirksamer, weil sie den Kreditmarkt in größere Abhängigkeit von der Notenbank bringt.

So hat denn die O.M.P. eine marktbildende und markterweiternde Funktion, sie löst auch weit-

gehend den von ihr manipulierten Marktsatz von internationalen Schwankungen.

3. Kapitalmarktbeeinflussung.

Die O.M.P. hat für die Notenbanken die Möglichkeit eröffnet, Kapitalmarktpolitik zu treiben. Der Einsatz der O.M.P. ist nämlich, soweit er mit Hilfe von Effekten erfolgt, auch mit einer entsprechenden Kurspflege verbunden. Sie bedeutet eine notwendige Ergänzung für die Sicherheit der gehandelten Papiere, welche im Rahmen des gesamten Banksystems eine bedeutende Aufgabe erfüllen, nämlich eine regulierende Funktion am Markte. Das können sie aber erst voll, wenn sie sicher, rentabel und liquide sind.

Aus den Möglichkeiten der O.M.P. erwachsen der Notenbank aber auch Aufgaben. Dazu gehört, einen umfangreichen Interessenkreis für die O.M,-Werte zu schaffen.

Die Wirkungen der Effektenankäufe durch die Notenbank sind verschieden, ob sie bei fallenden oder steigenden Kursen erfolgen. Ankäufe bewirken wohl immer eine Vertrauensstärkung und verflüssigen den Geldmarkt. Es kann aber trotz der O.M.-Käufe der Notenbank der Kurs weiter sinken, wenn die allgemeinen Ertragsaussichten innerhalb der Wirtschaft größer sind als die der betreffenden Wertpapiere, oder wenn die Banken im vorgehenden Stadium zu große Effektenbestände angesammelt haben, die sie selbst um den Preis eines Kursverlustes abstoßen müssen, um sich zu entblocken. Aber eine ausgleichende Politik der Notenbank und der Banken, auch bei sinkenden Kursen Wertpapiere anzukaufen, ist nicht geeignet, eine volkswirtschaftlich gerechtfertigte Kapitalmarktregelung herbeizuführen.

Führen die Ankäufe der Notenbank zu einem Steigen der Kurse, dann beweist dies den Einfluß des Geldmarktes auf den Kapitalmarkt. Dieser Einfluß steigert sich mit den sinkenden Geldmarktsätzen und Erträgen aus kurzfristigen Anlagen und bildet einen allgemeinen Anreiz, Geldmarktmittel auf den Kapitalmarkt überzuführen, wo die Gewinnchancen steigen. Ein großer Teil des Kursrisikos der Festverzinslichen verschwindet. Nicht in der Uebernahme großer Beträge bestehen die besonderen Vorteile der O.M.P., sondern in der Kurspflege und Kursstabilisierung.

Es wäre aber eine Kapitalfehlleistung, wenn ein dem inneren Werte der Papiere nicht mehr entsprechender Kursstand erzeugt würde. Die

durch die O.M.P. zusätzlich gewonnene Nachfrageschicht für diese Papiere würde ihre Mittel darin festlegen, statt sie der Produktion zuzuführen.

Werden O.M.-Käufe zu einer Zeit getätigt, da die in Betracht kommenden Papiere schon ohnehin steigen, so verstärken diese Käufe die Kurssteigerungen und das Angebot verknappt sich weiter. Wenn der Staat nicht gleichzeitig neue Kreditansprüche an den Markt stellt, kommen die durch die Geldmarktverflüssigung weiter angestauten Kapitalmarktmittel den privaten Investitionen zugute. Die Effektenankäufe bei steigenden Kursen durch die Notenbank können aber auch die Spekulation begünstigen, besonders, wenn die Papiere bereits über pari stehen.

Der Kernpunkt der O.M.P. am Geldmarkte liegt nach ihren eifrigsten Befürwortern in einer Politik billigen Geldes. Da aber dadurch auch die Rendite der Kapitalmarktwerte gesenkt wird, so werden die ausländischen Besitzer inländischer Effekten diese abstoßen, da dies mit Gewinn geschehen kann. Es müssen also Mittel der eigenen Volkswirtschaft bereitgestellt werden, um diese Effekten aufzunehmen und eine Zerrüttung des inneren Marktes zu ersetzen. Können die nötigen Beträge nicht beschafft werden, so muß die Notenbank auch hier wieder intervenieren.

Besonders geeignet ist die O.M.P. große Konversionen vorzubereiten, wie sich dies in England, zum Teil auch in Deutschland, erwiesen hat. Umgekehrt sind solche Konversionen für die O.M.P. besonders bedeutsam. Sie bedeutet nämlich Kapitalmarktpolitik, insbesondere Zinspolitik der Notenbank auf dem Kapitalmarkte. Eine solche Politik kann aber die Notenbank umso besser betreiben, je mehr von der Aenderung am Markte der Festverzinslichen auch der gesamte Markt erfaßt wird. Die Zinsentwicklung der Festverzinslichen geht der Gesamtentwicklung am Kapitalmarkte voran. Die durch OM.-Käufe ausgelöste Kapitalmarktpolitik muß daher zunächst die von ihr betroffenen Werte dem landesüblichen Zins anpassen. Ein überhöhter Nominalzins muß durch eine Konversion gesenkt werden. Erst dann kann eine O.M.P. wirksame Geld- und Kapitalmarktpolitik bewirken. Jede Geldmarktverflüssigung ist nämlich kaum von Wirkung auf die Investitionstätigkeit, solange Kredite des Geldmarktes nicht am Kapitalmarkt fortgeführt werden können und solange noch eine Last von Schuldverpflichtungen aus einer vergangenen Konjunkturperiode auf dem Kapitalmarkte ruht.

Die Fähigkeit der Notenbanken, Wertpapiere nach den Anforderungen der O.M.P. zu kaufen und zu verkaufen, ist stets von der

Höhe ihrer »Munition«, wie Keynes dies ausdrückt[6], abhängig. Zum Verkauf müssen genügend Staatspapiere in ihren Beständen vorhanden sein, der Ankauf hängt vom flüssigen Angebot auf dem Markte ab und von den Notenreserven. Wir haben aber am Beispiel Englands gesehen, daß die Notenbank, um ihrer O.M.P. zu genügen, auch noch ein anderes Mittel in Anwendung gebracht hat, die Erweiterung ihres temporären fiduziären Notenkontingents. Das Mac Millan Committee empfahl des weiteren im Bedarfsfalle die Aenderung der Reservesätze der Kreditbanken[7]. Das ist natürlich nur dort möglich, wo solche feste Sätze bestehen. Wir haben gesehen, daß z. B. in Deutschland trotz des Bankengesetzes die Reservesätze der Kreditbanken noch nach Jahren nicht über 3 % betrugen.

Die Technik der O.M.P. dürfte noch in weiterer Entwicklung die Methoden soweit vervollkommen, daß sie im Verein mit anderen Maßnahmen zu einem bedeutenden konjunkturpolitischen Mittel der Notenbanken sich aufschwingt.

---

[6] Keynes, Tract of Monetary Reform, übersetzt von Kocherthaler, München 1924, S. 372.

[7] Mac Millan Report, S. 159.

LITERATURVERZEICHNIS.

Brambach: Die neue deutsche Devisengesetzgebung, Berlin 1936.
Burgeß: Die Reservenbanken und der Geldmarkt in den Vereinigten Staaten 1934.
Cassel: Das Geldwesen nach 1914, Leipzig 1925.
Derselbe: Theoretische Sozialökonomie, Berlin 1932.
Derselbe: Das Stabilisierungsproblem, Leipzig 1926.
Eber: Die konjunkturpolitischen Möglichkeiten der Bank von England, Diss. München 1938.
Elmendorff: Die Diskontpolitik der Bank von England, Diss. Freiburg 1927.
Fischer Irving: The purchasing Power of money, 1928.
Derselbe: Die Illusion des Geldes, Berlin 1928.
Gestrich: Neue Kreditpolitik, Stuttgart 1936.
Gregory: Select Statutes, Documents and Reports relating to British Banking, London 1929.
Hall: The Exchange Equalisation Account, London 1935.
Harris: Twenty Years of Federal Reserve Policy, New York 1933.
Hasse: Untersuchung des Bankwesens, 1933.
Hawtrey: Monetary Reconstruction, London 1926.
Derselbe: The art of Central Banking, London 1932.
Hohlfeld, Hans Herbert: Die englisch-amerikanischen Geldmarktbeziehungen, Stuttgart 1936.
Hulftegger: Die Bank von England, Zürich 1915.
Jaffé, Edgar: Das englische Bankwesen, Leipzig 1905.
Keyness: Tract of Monetary Reform, übersetzt von Kocherthaler, München 1924.
Derselbe: Vom Gelde (A Freatise of Money), London 1930.
Derselbe: Credit Control (Encyclop. of Social Sciences), New York 1931.
King: History of the London Discount Market, London 1936.
Kriz: Les opérations des Banques d'Emission sur le marché libre, Paris 1938.
Lehmann: Der Mechanismus des deutschen Geldmarktes, 1933.
Löwe: Konjunkturtheorie (Festgabe Brentano 1925).
Lutz: Das Grundproblem der Geldverfassung, Stuttgart 1936.
Mises: Theorie der Umlaufsmittel, München 1924.
Plenge: Von der Diskontopolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt, Berlin 1913.
Prion: Kreditpolitik, Leipzig 1927.
Robertson: The Banking Policy, London 1926.
Salings: Börsenpapiere, Berlin 1928.
Sarow: Offenmarktpolitik zur Konjunkturregelung, München 1937.
Schickaus: Währungsausgleichsfonds, Rostock 1938.
Schmidt, G.: Der Einfluß der Geld- und Bankverfassung auf die Diskontopolitik, Diss. Straßburg 1940.
Siebert: Die neuen Wege in der deutschen Wirtschaft, München 1938.
Smitt: Kreditpolitik und Konjunkturpolitik, Jena 1932.

Somary: Bankpolitik, Tübingen 1930, 1934.
Sombart: Der moderne Kapitalismus, München 1927.
Stucken: Deutsche Geld- und Kreditpolitik, Hamburg 1937.
Stäuber: Die geschäftlichen Beziehungen zwischen den europäischen Notenbanken, Zürich 1928.
Weber: Volkswirtschaftspolitik, Berlin 1940.
Wengle: Kreditschöpfung und Kreditkontrolle, Diss. Zürich 1937.
Willis, Henry Parker: The Theory and Practice of central Banking, New York 1936.

Materialien und Zeitschriften.

Annual Reports of Federal Reserve Board.
Annuaire des Banques d'émission, 1938.
Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik.
Bank-Archiv.
Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Jahresberichte.
Bankenequête der deutschen Volkswirtschaft, 1933.
Committee of Industry and Trade, London 1931.
Deutscher Oekonomist.
Finanz-Archiv.
Handwörterbuch des Bankwesens.
Mac Millan Committee Report.
National Monetary Committee Report.
Statistical Abstract.
Société des Nations: Monnaies et Banques.
The Economist.
Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung.
Wirtschaftskurve.
Zeitschrift für Volkswirtschaft und Sozialpolitik.